



Handelshøyskolen BI - campus Oslo

BTH 36201

Bacheloroppgave - Økonomi og administrasjon

Bacheloroppgave

Bacheloroppgave Verdsettelse, Lerøy Seafood Group ASA

Navn: Niklas Robert Fjær Lemke, Magnus Johan Kjeldsen, Alexander Nikolai Kristiansen

Utlevering: 11.01.2021 09.00

Innlevering: 02.06.2021 13.00



Verdsettelse av Lerøy Seafood Group ASA

BTH3620 – Økonomi og administrasjon

Handelshøyskolen BI Oslo

Utleveringsdato:

07.01.21

Innleveringsdato:

02.06.21

«Denne oppgaven er gjennomført som en del av studiet ved Handelshøyskolen BI. Dette innebærer ikke at Handelshøyskolen BI går god for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet, eller de konklusjoner som er trukket.»

Innholdsfortegnelse

FORORD	III
2.0 INNLEDNING	1
2.1 FORMÅL.....	1
2.2 PROBLEMSTILLING	1
2.3 AVGRENSNING OG BEGRENSNING	2
2.4 OPPGAVENS OPPBYGNING.....	2
3.0 BEDRIFT OG MARKEDSBESKRIVELSE	3
3.1 HISTORIE	3
3.2 UTVIKLING OG VERDISKAPNING	3
.....	4
3.3 PRODUKSJONSPROSESSEN I OPPDRETT	4
3.4 HAVBRUK- OG FISKERIBRANSJEN	5
3.4.1 Nasjonale bransjen	6
3.4.2 Internasjonale bransjen	7
4.0 TEORETISK FORANKRING	9
4.1 ÅRSAKER TIL KONKURRANSEKRAFT.....	9
4.2 VERDIBEGREPET	9
4.3 KAPITALVERDIMODELLENS BEGRENSNINGER	10
4.4 REALOPSJONSTEORI.....	11
5.0 UTREDNINGSMETODE	12
5.1. FORBEREDELSE.....	12
5.1.1. Formål	12
5.1.2. Tilnærming.....	13
5.2. DATAINNSAMLING.....	13
5.2.1. Forskningsstrategi	13
5.2.2. Datagrunnlaget.....	14
5.3. DATAANALYSE	14
5.3.1. Analyseverktøy	14
5.3.2. Metodologiske kvaliteter og begrensninger.....	14
6.0 FINANSIELL METODE	16
6.1 VERDSETTINGSMETODER	16
6.1.1 Nåverdimetoder	16
6.1.2 Relativ verdsettelse	17
6.2 TOTALKAPITALENS AVKASTNINGSKRAV (WACC).....	18
6.2.1 Egenkapitalens avkastningskrav.....	18
6.2.2 Beregning av egenkapitalens avkastningskrav	24
6.2.3. Beregning av gjeldskostnad	24
6.2.4 WACC	25
6.3 KONSISTENSBETINGELSER.....	25
7.0 REGNSKAPSANALYSE	26
7.1 REFORMULERING.....	26
Kontanter og kontantekvivalenter.....	26
Andre investeringer	27
Annen langsiktige forpliktelser	27
Annen kortsiktig gjeld	27
Leieforpliktelser til andre enn kredittinstitusjoner	27
Investeringer i tilknyttede selskaper	27
7.2 LØNNSOMHETSANALYSE	28
7.2.1 Avkastningen på investert kapital (ROIC).....	28
7.2.2 Egenkapitalens rentabilitet (ROE)	30
7.2.3 EBIT/kg.....	30
7.3 LIKVIDITETSANALYSE	31
7.3.1 Likviditetsgrad 1 og 2	32

7.3.2 Cash Conversion Cycle.....	33
7.3.3 Financial Leverage.....	34
8.0 STRATEGISKE ANALYSER	36
8.1 MAKROANALYSE.....	36
8.1.1 Inflasjon, valutakurser, kjøpekraft, rentenivå, demografi og teknologi.....	36
8.1.2 Utvikling i nasjonal økonomi.....	38
8.1.3 Utvikling i internasjonal økonomi.....	42
8.1.4 Utsikter for bransjen.....	43
8.2 ANDRE ANALYSER (PESTEL, VRIO, PORTER'S FEM KREFTER OG SWOT).....	45
8.2.1 PESTEL-analyse.....	45
8.2.2 Porter's fem krefter (konkurrentanalyse).....	48
8.2.3 VRIO-analyse.....	52
8.2.4 SWOT-ANALYSE.....	55
9.0 PROGNOSE.....	57
9.1 PROGNOSEMETODE.....	57
9.2 PROGNOSEPERIODE.....	57
9.3 PROGNOSE AV RESULTATREGNSKAPET.....	58
9.3.1 Slaktevolum.....	58
9.3.2 Laksepris.....	60
9.3.3 Konklusjon salgsinntekter.....	61
9.3.4 Andre Verdidrivere.....	61
9.5 PROGNOSE AV BALANSEPOSTER.....	62
9.5.1 Netto Arbeidskapital.....	63
9.5.2 Reinvesteringer: Materielle og Immaterielle eiendeler.....	64
9.5.3 Netto rentebærende gjeld (NIBD).....	65
9.6 PROGNOSE EVALUERING.....	65
10. VERDIBEREGNING.....	66
10.1 DCF (DISCOUNTED CASH FLOW).....	66
10.2 RELATIV VERDSETTELSE.....	66
11. USIKKERHETS BETRAKNINGER.....	69
11.1 SENSITIVITETSANALYSE.....	69
11.2 SCENARIO ANALYSE.....	70
11.3 MONTE CARLO SIMULERING.....	70
11.4 MULIGE REALOPSJONER.....	72
12. DRØFTING AV ANALYSERESULTAT.....	74
13. KRITIKK AV ANALYSEN.....	77
14. KONKLUSJON.....	79
15. REFERANSELISTE.....	80
15.1 FRA INTERNETT.....	80
15.2 FRA BØKER.....	87
15.3 ÅRS- OG KVARTALSRAPPORTER.....	88
15.4 FORMELLISTE.....	89

Forord

Dette er vår bacheloroppgave som er skrevet våren 2021, som en avsluttende vurdering for vårt bachelorløp i økonomi og administrasjon ved Handelshøyskolen BI. Årsaken til at vi valgte verdsettelse som vårt tema, er ettersom alle tre studentene gjennomførte fordypningskurset «økonomistyring og investeringsanalyse», men ønsket ytterligere forståelse for tema. Under verdsettelse er det også naturlig å kombinere en rekke teoretiske fagkunnskaper på tvers av fagene. Temaet er også givende og interessant for vår egen del, da oppgaven viser oss i korte trekk, store deler av kunnskapen vi har tilegnet oss gjennom vår bachelorgrad.

Gjennom hele prosessen rundt bacheloroppgaven har vi hatt regelmessig kontakt med vår veileder Tor Tangenes. Vi vil gjerne takke han for konstruktive kritikk, oppfølging og råd gjennom hele vårsemestret. Vi vil til slutt gi en takk til medstudenter og ulike samarbeidspartnere som har hjulpet med å korrekturlese, samt tilbakemeldinger.

Avslutningsvis ønsker vi å takke Handelshøyskolen BI for tre lærerike år, og vi ser frem imot videre masterstudie.

God lesning!

Skrevet av:

Alexander Kristiansen

Magnus Kjeldsen

Niklas Fjær





SAMMENDRAG

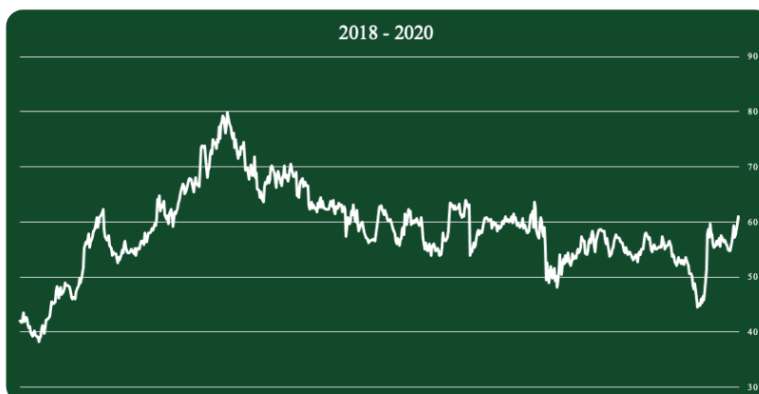
Lerøy Seafood Group ASA er et oppdrettsselskap etablert i 1939. Selskapet har siden den tid hatt stort fokus på teknologiutvikling og kostnadseffektivisering. Dette har ført til en helintegrert verdikjede, solid økonomi og en sterk posisjon i bransjen.

Markedet er i en positiv utvikling grunnet økt etterspørsel og teknologisk framskritt. Selv med bransjens historiske vekst er det utfordringer knyttet opp mot konsesjonsutnyttelse, politiske restriksjoner og fiskedødelighet. Selskapets evne til å håndtere nevnte utfordringer, samt tilpasse seg en bransje som er i endring er essensielt for videre vekst.

Vi har i denne oppgaven gjennomført en fundamental analyse for å estimere verdien til Lerøy Seafood Group ASA. Resonnementet bygger på en DCF-analyse, som underbygges av relativ verdsettelse, sensitivitetsanalyser og markedsanalyse.

Gjennom våre respektive analyser har vi kommet frem til et kursestimat på 86,59 NOK. Dette gir en potensiell oppside på 43 prosent i forhold til faktisk aksjekurs per 31.12.2020. Det er viktig å påpeke at verddivurdering er et estimat basert på teori, eksterne kilder og subjektive forutsetninger. Det kan derfor ikke tolkes som en fasit. I et forsøk på å illustrere en eventuell nedside estimerte vi et «worse case»-alternativ, hvor vi har et mer pessimistisk syn på framtidsutsiktene til bransjen og selskapet. Dette resulterte i en verdi på 58,44 NOK per 31.12.2020.

Antall aksjer	595 773 680
NIBD (MrdNOK)	3,52
Markedsverdi per 31.12.2020 (MrdNOK)	36,08
Markedsverdi estimert (MrdNOK)	51,75
Aksjepris per 31.12.2020	60,56
Aksjepris estimert	86,87



	EV/KG	EV/EBIT	P/E
LSG	231,79	20,31	24,6
Salmar	383,59	20,60	24,3
Mowi	263,59	57,41	38,83
Greig	157,84	58,44	0,0
Bakkafrost	450,53	55,86	53,60
NRS	348,29	35,13	48,3
Harmonisk gj.snitt	280,47	38,63	33,00
Aksjekurs LSG	80,47	120,50	78,20
Harmonisk gj.snitt	89,52		

Estimert (TNOK)	2021	2022	2023
Salgsinntekter	23 830 545	24 861 730	27 391 969
Laksepris (NOK)	58,02	59,01	59,11
GWT	195 000	200 000	220 000
EBIT	2 263 902	2 361 864	2 602 237

Historisk	2016	2017	2018	2019	2020
Salgsvekst	28 %	8 %	7 %	3 %	-2 %
ROE	34 %	13 %	23 %	11 %	5 %
ROIC	24 %	10 %	19 %	9 %	5 %
EBIDTA-margin	28 %	14 %	25 %	17 %	11 %
WACC	5,29 %	5,29 %	5,29 %	5,29 %	5,29 %
GWT	150 182	157 767	162 039	158 178	170 849

2.0 Innledning

Denne bacheloroppgaven innebærer en verdivurdering av det børsnoterte selskapet Lerøy Seafood Group ASA, heretter kalt LSG. Innledningsvis vil vi legge frem oppgavens formål, problemstilling, gruppens motivasjon, samt eventuelle avgrensninger og begrensninger. Til slutt ser vi nærmere på oppgavens struktur og oppbygning.

2.1 Formål

Hensikten med denne bacheloroppgaven er å verdsette LSG sin egenkapital per 31.12.20. Selskapets grunnleggende økonomiske status vil bli analysert ved hjelp av kvalitativ strategisk analyse, samt kvantitative regnskapsberegninger utført i Excel. Avslutningsvis vil vi sammenligne vår estimerte markedsverdi opp mot aksjen som handles på Oslo Børs og ut ifra våre beregninger vurdere om aksjen er riktig priset. Discounted Cash Flow (DCF-modellen) vil hovedsakelig være modellen vi kommer til å anvende under verdivurderingen av LSG, som innebærer diskontering av fremtidige kontantstrømmer ved hjelp av et beregnet avkastningskrav.

Årsaken til at vi valgte å skrive om LSG er nettopp fordi fiskeri- og oppdrettsnæringen er avgjørende for norsk økonomi og vil trolig være enda viktigere i årene fremover da oljenæringen sakte, men sikkert forsvinner.

2.2 Problemstilling

Temaet for bacheloroppgaven vår er verdsettelse. I løpet av bachelorgraden vår har vi tilegnet oss rikelig med kunnskap rundt temaet ved blant annet gjennomføringen av fordypningskurset økonomistyring og investeringsanalyse. Vi ønsker derimot økt kunnskap om investeringsbeslutninger, og har som mål å kunne gjøre selvstendige beslutninger knyttet til investeringer i fremtiden.

Vår problemstilling er som følger:

«Hva er den fundamentale aksjeverdien til Lerøy Seafood Group ASA per 31.12.2020?»

Som nevnt tidligere interesserer vi oss for investeringsbeslutninger og vi har dermed inkludert en delproblemstilling som dekker dette teamet:

«Bør den fiktive investor kjøpe, forbli nøytral eller selge Lerøy Seafood Group ASA sin aksje per 31.12.2020?»

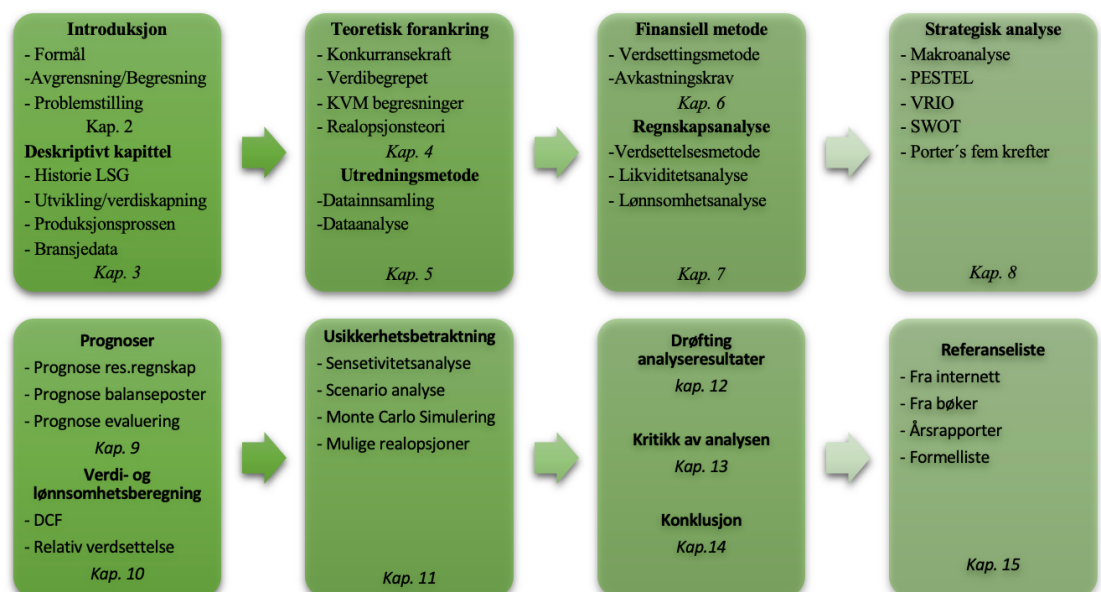
2.3 Avgrensning og begrensning

Når vi gjennomfører verdivurderingen, er dette basert på offentlig tilgjengelig informasjon. Baktanken med dette er at vi ønsker å sammenligne oss med en reell investor/analytiker, og dermed gjøre det så realistisk som mulig. Med andre ord har vi ikke hatt kontakt med LSG eller tilknyttede interessenter. Ved hjelp av nyhetsartikler, kvartals- og årsrapporter og annen uavhengig informasjon funnet fra ulike nettsider eller bøker, har vi kommet frem til hva vi mener er riktig verdi av LSG.

Bacheloroppgavens innleveringsdato er 02.06.21, og vi har derfor satt verdsettelsestidspunktet til 31.12.20. Under regnskapsanalysen har vi brukt regnskapsdata fra 2012-2020. I skrivende stund er det drøyt år siden verden ble rammet av Covid-19 pandemien som har påvirket mange bransjer, inkludert fiskeri- og oppdrettsbransjen. Naturligvis kommer vi til å diskutere og reflektere rundt de endringene som har skjedd som påvirker LSG, spesielt under den strategiske analysen. Vi ønsker dog ikke at oppgaven skal ha dette som hovedfokus.

2.4 Oppgavens oppbygning

Figuren under illustrerer oppgavens oppbygning og er laget for å forenkle leserens forståelse av oppgavens struktur.



Figur 1: Egen tilnærming av oppgavens oppbygning

3.0 Bedrift og markedsbeskrivelse

3.1 Historie

Oppdrettsbransjen er avgjørende for norsk økonomi og vi har lange tradisjoner knyttet til fiskeri i Norge. LSG har sine røtter tilbake på slutten av 1800-tallet, men ble først etablert i 1939 med sine to ansatte. Siden den tid har LSG vært en norsk sjømatpioner med fokus på kontinuerlig kostnadseffektivisering og teknologiutvikling innen oppdrettsbransjen. Konsernet ble først børsnotert i juni 2002. Noteringen tillot LSG å komme inn på kapitalmarkeder og derved realisere strategisk økonomisk handlefrihet. Kapitalanskaffelseskanaler og fagkunnskap har alltid vært nøkkelfaktoren for utviklingen til konsertert. I dag er det totalt 4 500 ansatte fordelt på hele verdikjeden som i hovedsak arbeider innen tre segmenter; havbruk, villfangst og bearbeiding, salg og distribusjon (*Verdensledende sjømatselskap, 2018*).

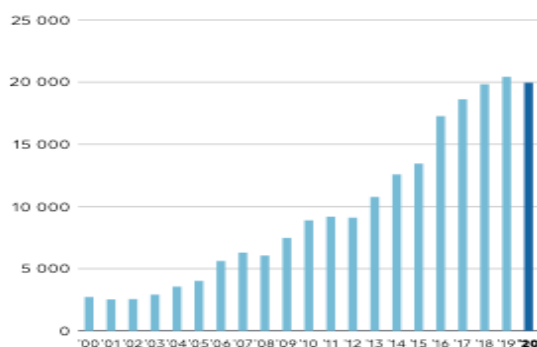
3.2 Utvikling og verdiskapning

LSG har utviklet seg mye de siste årene og som et resultat av dette har konsernet investert betydelig i fabrikk-kapasitet. Investeringene fører til økt nærhet av bearbeidingsenheter til konsumentene rundt om i verden, og går under betegnelsen «fish-cuts». I 2016 kjøpte konsernet to av Europas største selskaper innen foredling og fangst av hvitfisk, henholdsvis Havfisk AS og Norway Seafoods ASA. LSG har dermed utvidet sin verdikjede de siste årene og har nå et helintegrert selskap med kontroll over samtlige ledd fra sjømatproduksjon til distribusjon.

Generelt sett er havbruksnæringen ansett som svært kapitalkrevende. Sunn, fleksibel og bærekraftig finansiering har alltid vært kjernen i LSG sin strategi.

Selskapet har verdiskapende strukturendringer og informerer om at de opparbeidet seg finansiell beredskap for å kunne delta på endringene til enhver tid.

Omsetningsutvikling
(beløp i MNOK)

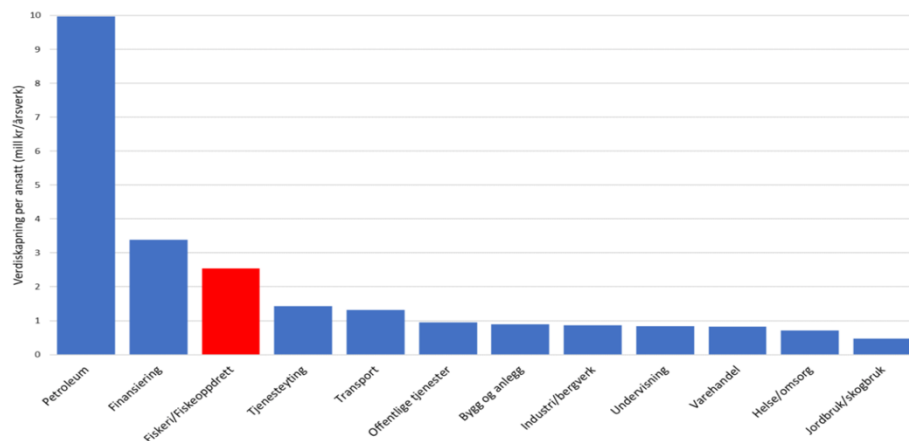


Figur 2: Omsetningsutvikling, hentet fra: (Årsrapport, 2020, 2021)

Grafen viser LSG sin økonomiske utvikling gitt ved salgsinntekt i MNOK fra år 2000-2020 (*Årsrapport, 2020, 2021*).

Bak den økonomiske utviklingen ligger både organisk vekst og oppkjøp. LSG er i dag en av verdens største aktører innen salg av Atlantisk laks og ørret. Konsernet er også Norges fremste produsent av fangst og bearbeiding av hvitfisk, som har resultert til at LSG er en av de største sjømatseksportørene internasjonalt. (*Lerøy - Året som gikk, 2019*)

Som kjent er verdiskapning i bransjen svært høy, hvor lakseoppdrett er segmentet med høyest verdiskapning. Økende etterspørsel, nye konkurransefortrinn og økt kostnadseffektivitet er i stor grad årsaken til den positive trenden. Oppdrettsnæringen blir også påvirket av eksterne faktorer, eksempelvis eksportpriser på fisk. Dette vil vi komme nærmere inn på senere i oppgaven. Som vist i diagrammet er sjømatnæringen blant de bransjene som gir mest verdiskapning pr. årsverk. (Misund, 2021)



Figur 3: Samlet verdiskapning i ulike bransjer. Tabell hentet fra: (Misund, 2021)

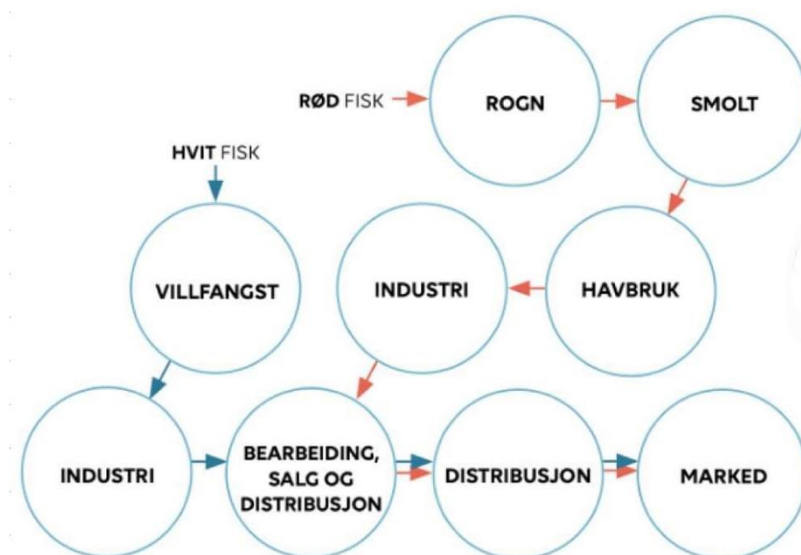
3.3 Produksjonsprosessen i oppdrett

Produksjonsprosessen i oppdrett består av 3 ulike livssykluser for fisken.

- 1) Stamfiskproduksjon er den første fasen. Her samles det opp melk fra hanfisken og rogn fra hunnfisken. Som videre blir reprodusert ved at rogn og melk fra gytemoden stamfisk blandes. Dette skjer i et ferskvannsanlegg, og prosessen fra befruktning til klekking tar om lag 2 måneder. Under denne fasen er temperaturen på vannet avgjørende

for at fisken skal få en sunn utvikling. Den ideelle temperaturen er ca. 8 grader (Misund, 2021).

- 2) Fase 2 består av å få yngelproduksjonen til en viss størrelse eller tilstand. Når det er snakk om laks, foregår denne prosessen i ferskvann og blir kalt settefiskproduksjon. Fase 2 tar ca. 6 uker og er først ferdig når settefisken tåler overgangen fra ferskvann til saltvann. Bildet under viser fasen som «Smolt» da settefisk av laks blir kalt Smolt (Misund, 2021).
- 3) Den avsluttende fasen kalles matfiskproduksjon, og handler om å føre opp fisken til en ønskelig størrelse slik at den kan selges videre til eksempelvis fiskeforhandlere eller grossister. Hvit fisk som f.eks. torsk lever hele sitt liv i saltvann, mens rød fisk slik som Atlantisk laks og ørret lever de to første fasene i ferskvann (Misund, 2021).



Figur 4: Produksjonsprosessen. Tabell hentet fra: (Lerøy, 2018)

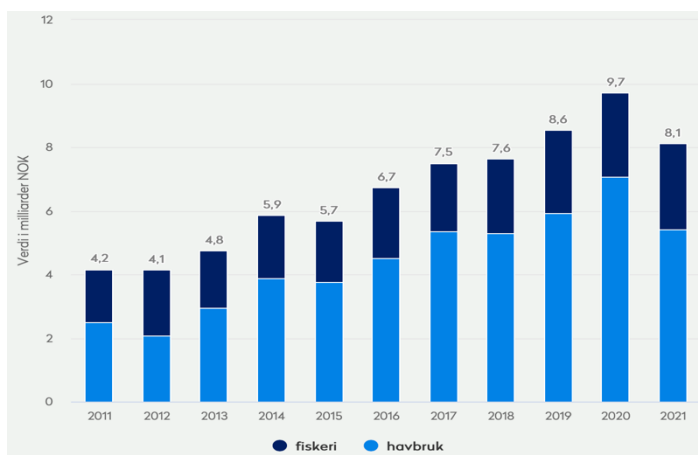
3.4 Havbruk- og fiskeribransjen

Når vi senere i oppgaven skal gjennomføre en rekke verdivurdering, vil det være essensielt å ha forståelse for den nåværende situasjonen, samt de makroøkonomiske forholdene som påvirker bransjen. Næringen omfatter virksomheter som påvirker organismer i ferskvann og sjø, og deretter blir høstet eller fanget. På fagspråket blir havbruksnæringen omtalt som Akvakultur, som innebærer blant annet oppdrett. Som nevnt tidligere har også fiskeri blitt en del av verdikjeden til LSG, som hovedsakelig består av fangst,

foredling og salg av fisk. Vi vil i dette delkapittelet se på det nasjonale og internasjonale havbruk- og fiskerinæringen samlet sett.

3.4.1 Nasjonale bransjen

Norge er ledende innen produksjon og eskortering av laks og ørret, og om lag halvparten av den globale produksjonen blir gjennomført langs Norges kystlinje. Hvis vi ser på fiskeri- og havbruksnæringen samlet, har Norge i 2020 eksportert 2,7 millioner tonn sjømat. Dette tilsvarer en samlet verdiskapning for eksport på 105,7 milliarder kroner. Til tross for koronapandemien har Norge opprettholdt eksportvolumet med en økning på 2 prosent, men hvor verdiskapning har blitt redusert med 1 prosent. I henhold til Norges Sjømatråd har eksportverdien for Norsk sjømat doblet seg på 10 år, fra perioden 2009 til 2019. Det er flere faktorer som spiller inn når man analyserer årsakene til den totale omsetningsveksten. Sjømatnæringen er nemlig den eksportbransjen med høyest vekst de siste 10 årene. (*Stabil sjømateksport i 2020 til tross for koronapandemien - Fisk.no*, 2021). Vekstfaktorer som svak krone mot dollar og euro, sterk etterspørselsvekst etter Norsk sjømat, samt god markedsadgang for diverse sjømatprodukter, har vært essensielle for verdiøkningen i bransjen. Dette er makroøkonomiske forhold vi vil se nærmere på under kapittelet «Strategiske analyser».



Figur 5: Forholdet mellom eksport innen fiskeri og havbruk. Tabell hentet fra: (Nøkkeltall, 2020)

Forholdene mellom den totale verdiskapning hos Fiskeri- og havbruksnæringen er markante. De har dog vært relativt stabile de siste årene, hvor havbruk utgjør om lag 73 prosent av verdiskapning. Likevel utgjør volumet hos havbruksbransjen kun 44 prosent i 2020 som tydelig viser hva som er mest gunstig og lønnsomt for næringen. Diagrammet over viser eksport av norsk

sjømat totalt på nåværende tidspunkt, fordelt mellom havbruk og fiskeri. I skivende stund viser dette en betydelig nedgang i januar, som i henhold til Seafood.no skyldes større fall i eksportverdien av laks (Nøkkeltall, 2020).

3.4.2 Internasjonale bransjen

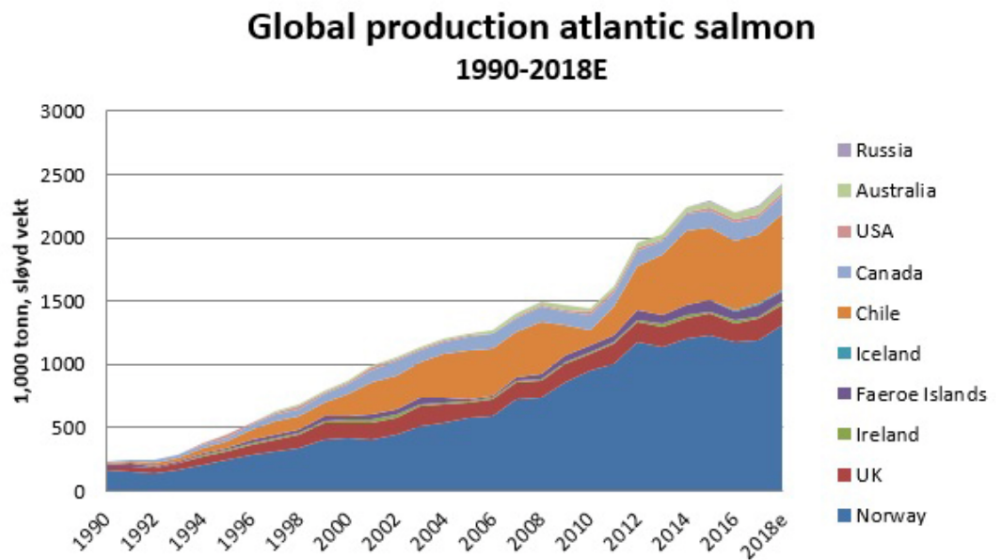
Det finnes flere nasjoner som tilbyr atlantisk fisk av høy kvalitet. Ifølge en markedsrapport skrevet av Innovasjon Norge er Chile verdens nest største produsent av oppdrettslaks. Været og temperaturene i Chile er vesentlig mer stabile enn i Norge, som gir landet et konkurransefortrinn. Det kan likevel ikke sammenlignes med Norskekysten som har vært nasjonens klart største konkurransefortrinn, som har gjort at Norge har vært ledende innen fiskeri og oppdrett i lang tid.

På lik linje med LSG og flere av Norges største aktører innen fiskeri og oppdrett, har Chile i stor grad vertikale integrerte oppdrettsbedrifter. Chile har møtt store utfordringer som i hovedsak er knyttet til biologiske hendelser. Algeoppblomstring i 2016, ILA-viruset i 2008 og vulkanutbrudd i 2015 har ført til enorme svingninger i produksjonsvolumet. Per dags dato sliter Chile med AGD (amoebic gill disease), som er en gjellesykdom som har resultert i markante utfordringer knyttet til produksjonen.

Organisasjonskulturen i Chile påvirkes også av et stengt hierarki, og eget initiativ er ikke-tilstedeværende (*markedsmuligheter-havbruk-chile-2018.pdf*, u.å.). Norge ligger langt foran Chile i forhold til innovasjon og ny teknologi, som igjen fører til en mer kostnadseffektiv drift blant de norske selskapene.

Bransjen har de siste årene fått en rekke nykommere som har vist stor vekstapetitt. Dette har påvirket Norges totale markedsandeler av produksjon av atlantisk fisk. Dette er noe vi kommer til å analysere nærmere under Porter's fem krefter i kapittel 8.

I en undersøkelse gjort av iLaks, kom det frem at i 2010 bestod Norges markedsandeler innad i oppdrettsbransjen på hele 65,4 prosent av det internasjonale markedet. I en tilsvarende undersøkelse gjort i 2017 var denne redusert til 52,7 prosent (Berge, 2018). Som vist i diagrammet under er det som nevnt tidligere Norge og Chile som står for store deler av produksjonen.



Figur 6: Global produksjon av atlantisk laks. Tabell hentet fra: (Berge, 2018)

4.0 Teoretisk forankring

4.1 Årsaker til konkurransekraft

Grad av konkurransekraft i en bransje kan påvirkes av en rekke faktorer. Konkurransekraften vil gjenspeiles i de strategiske valgene en organisasjon innad i bransjen velger å gjøre. Disse valgene er essensielle for bedriftens videre vekst. Om en bedrift gjennomfører stadig gode strategiske valg, vil dette over tid føre til at bedriften presterer bedre en konkurrenten, som igjen kan føre til mulige konkurransefortrinn. For at en bedrift skal kunne vite hvilken strategi som skal implementeres i driften, er det svært viktig med god innsikt rundt egne styrker, svakheter, samt mulige eksterne trusler og muligheter. Ved hjelp av rammeverk og forklaringsmodeller skal vi under kapittel 8, se nærmere på hvordan LSG oppnår konkurransefortrinn.

4.2 Verdibegrepet

For mange kan verdibegrepet være svært diffust og mistolkende. Det er viktig at man skiller mellom «pris» og «verdi», da dette er to ulike begreper som ikke betyr det samme. Verdien kan påvirkes av mange faktorer og det er ofte uenigheter knyttet til hva som er «riktig» pris på et objekt. For en selger som har følelsesmessig tilknytning til et produkt kan prisen være høyere enn hva andre er villig til å betale, eller hva objektets «virkelig verdi» egentlig er. Med andre ord er verdien av et objekt ulikt for forskjellige individer, som vil si at verdi er en subjektiv størrelse avhengig av mange faktorer.

Investoren Warrens Buffet kom med sitatet «*Pris er hva du betaler, verdi er hva du får*». Dette er en kort, god og presis forklaring på de to omdiskuterte begrepene, men vi vil forklare det litt nærmere. Da er noen hovedforskjeller mellom begrepene, blant annet;

- Prisen er lik for alle potensielle kunder, men verdien varierer fra kunde til kunde.
- Pris kan vurderes ut ifra prispolitikk, men estimering av verdi må gjøres av hver enkelt kunde.

(Forskjellen mellom pris, pris og verdi, 2019)

Dette er noe vi ser hver eneste dag. I finansbransjen ser vi investeringsbanker komme med diverse kursmål, samt salgs- og kjøpsanbefalinger. Om man hadde

sammenlignet kursmålene til eksempelvis DNB Markets med Pareto Securities, hadde man sett store forskjeller. Dette kommer enkelt og greit av at de ulike meglerhusene verdsetter bedrifter ulikt, basert på nøyaktig samme informasjon.

4.3 Kapitalverdimodellens begrensninger

Kapitalverdimodellen (KVM) er en modell som knytter forventet risiko opp mot forventet avkastning. Modellen anvendes ved investeringer som innebærer risiko og formålet er å beregne et avkastningskrav. Sharpe (1964), Lintner (1965) og Mossin (1966) utledet KVM på et relativt likt tidspunkt, og når vi skal anvende KVM er det en rekke forutsetninger som må oppfylles. I henhold til boka *Investment and portfolio management* er de som følge (Zvi Bodie et al., 2011):

1. Individene representerer en risikoavers og rasjonell investor som har et ønske om å maksimere sin nytteverdi gjennom minimumvarians-effisiente porteføljer.
2. Det er ingen transaksjonskostnader for investoren, og informasjon er tilgjengelig for alle.
3. Investoren skal ha mulighet til å finansiere investeringen ved låne til risikofrirente, lik 10-åring statsobligasjon.
4. Investoren har ikke mulighet til å påvirke markedet, som vil si at samtlige investorer er pristakere.
5. Investoren er differensiert.
6. Det finnes ingen individuell vurdering av framtidsutsiktene, med andre er det homogene forventninger knyttet til avkastning.
7. Det finnes ingen skattesats.
8. Planleggingstiden for investorene er identisk.

Kapitalverdimodellen er en av de mest anvendte modellen ved beregning av avkastningskrav, ettersom det er en énfaktormodell som gjør den enkel å anvende. Det er dog ikke slik at samtlige av de ulike forutsetningene oppfylles i reelle kapitalmarkeder, noe som svekker modell.

4.4 Realopsjonsteori

Typiske verdsettelsesmodeller anvender neddiskontering av fremtidig cash flow ved beregning av nåverdi. Det er dog sterk usikkerhet ved slike modeller, da det er svært krevende å forutse fremtidige kontantstrømmer. Når det forekommer usikkerhet knyttet til fremtidig KS, oppstår det utfordringer ved blant annet risikjustering av diskonteringssatsen. Hos en bedrift i stor endring vil det også være krevende å anvende NV-metoden, ettersom den ikke måler organisasjonens evne til effektiv omstilling ved endring i eksempelvis pris. Om bedrift X har identiske regnskapstall som bedrift Y, men er kapabel til produksjonsendring ved eksempelvis en etterspørselsendring i markedet, vil naturligvis verdien av bedrift X være høyere enn Y. Ettersom NV-metodene ikke fanger opp slike variabler, er vi nødt til å se på nye rammeverk knyttet til verdivurderinger av bedrifter i volatile markeder. Det er her realopsjonsteori kommer inn i bildet, da hovedoppgaven til modellen er å verdsette virksomhetens fleksibilitet (*Realopsjoner -- verdien av fleksibilitet - Magma, 2000*).

Realopsjonsteori tar utgangspunktet i fordelen ved å observere samt adaptere markedsutviklingen før man gjennomfører en mulig investering. Årsaken til dette er at mange investeringer er gjensidig utelukkende og irreversible. Modellen ønsker å vektlegge de potensielle konsekvensene av at realinvesteringene ikke utvikler seg i forventet retning.

5.0 Utredningsmetode

Hovedpoenget med metode er å belyse alle mulig spørsmål rundt eksempelvis en analyse. I dette kapittelet skal vi belyse metodevalg for innhenting og analyse av innsamlet data som er anvendt i besvarelsen. Metode spiller en sentral og viktig rolle i forberedelsene, gjennomføringen og tolkningen av undersøkelser og analyser. (Sucarrat, 2017, s. 36)

Prosessen blir delt inn i fire faser; 1) Forberedelse, 2) Datainnsamling, 3) Analyse og 4) Rapportering. (Sucarrat, 2017, s. 37)

Oppgaven vår er hovedsakelig i den siste fasen, rapportering. Her skal vi presentere et resultat fra analysene gjennom vår oppgave.

5.1. Forberedelse

I denne fasen anskaffet vi oss kunnskap om feltet vi skulle analysere. Dette gjør vi for å kunne konkretisere en problemstilling. For å få nok kunnskap om vårt tema – verdsettelse, trengte vi å lese oss opp. Videre fant vi fort ut at det var mye lett tilgjengelig informasjon om børsnoterte oppdrettselskap. På bakgrunn av nødvendige analyser tilknyttet vår oppgave så vi det som avgjørende at informasjon om ulike data var lett tilgjengelig. Grunnet personlig interesse og høy grad av tilgjengelig informasjon, så vi det som gjennomførbart og spennende å verdsette LSG.

5.1.1. Formål

Formålet vårt med denne oppgaven er å kunne gi en fiktiv investor en kjøps, hold- eller salg anbefaling basert på selskapsverdien til LSG gjennom en fundamental analyse. Vi skal forsøke å forutsi ulike framtidsscenarioer gjennom en undersøkelse som vi kan kategorisere både som eksplorativ og beskrivende. Formålet med oppgaven er til dels å utforske forhold som er mindre kjent eller ukjent hvor undersøkelsen da defineres som av en eksplorativ karakter i henhold til Johannessen, Tufte og Christoffersen (Johannessen et al., 2011, s.58). Videre kan undersøkelsen også ses på som beskrivende da vi forsøker å finne sammenhenger mellom flere variabler i senere analyser. Vi velger derfor å ikke definere oppgaven som ren eksplorativ eller beskrivende, men heller som en kombinasjon som inneholder elementer fra begge.

Gjennom resultater fra våre analyser skal vi komme med en estimert markedsverdi av selskapet LSG. Ved bruk av årsaksforklaringer vil vi gi investorer bedre forutsetninger for å forstå konsekvensene av ulike faktorer som kan påvirke selskapet. Målet er å kunne gi eventuelle investorer et beslutningsgrunnlag for videre avgjørelser.

5.1.2. Tilnærming

Gjennom denne oppgaven anvender vi en rekke veletablerte teorier og setter visse forutsetninger for å komme frem til våre resultater. Resultatene som fremkommer i oppgaven er ikke et fasitsvar, men en antagelse om fremtidig verdi gjennom analyser som er forankret i teori.

Selv om vi innhenter data uten en forutinntatt mening om et resultat, og tar subjektive forutsetninger skal vi ikke lage nye teorier gjennom observasjoner (Johannessen et al., 2011, s.51).

Vi baserer oss på eksisterende teorier og samler inn nødvendig data for å svare på vår problemstilling (Nyeng, 2004, s.37-39).

Vi kan derfor argumentere for at vi har elementer av både induktiv og deduktiv tilnærming, selv om vi verken har en ren induktiv eller deduktiv tilnærming. Som sagt skal ikke resultatene ses på som et fasitsvar. Vi tar subjektive forutsetning og det er sannsynlig at andre ville kommet frem til et annet resultat.

5.2. Datainnsamling

5.2.1. Forskningsstrategi

Vår oppgave er en casestudie som gjelder selskapet LSG. Robert K. Yin definerer en casestudie slik: «En casestudie er en empirisk undersøkelse som studerer et aktuelt fenomen i dets virkelige kontekst fordi grensene mellom fenomenet og konteksten er uklare» (Johannessen et al., 2011, s.199).

I casestudier kan man med fordel anvende kvalitativt og kvantitativ data, dette kalles metodetriangulering. Fordel av å kunne kombinere ulike metoder for anskaffelse og analysere data vil gi en mer helhetlig forklaring på problemstillingen. En casestudie kan brukes eksempelvis i en økonomisk studie, slik som vår oppgave (Johannessen et al., 2011, s.86,367).

5.2.2. Datagrunnlaget

Innsamlet data karakteriseres som enten kvantitativt eller kvalitativt.

Kvantitativt data er data som uttrykkes i tall eller mengdeenheter, mens resterende data betegnes om kvalitativ (Gripsrud et al., 2006, s.79).

Datagrunnlaget vårt er både kvantitativ og kvalitativt. Også kalt numerisk og ikke numerisk data.

I vår oppgave anvender vi kun sekundærdata som datagrunnlag, altså henter vi tilgjengelig informasjon innsamlet fra andre eksempelvis proff.no, ssb.no og leroyseafood.com.

5.3. Dataanalyse

5.3.1. Analyseverktøy

Fra vår innsamlet data gjør vi tallmessig analyser gjennom eksempelvis Excel for å analysere den kvantitative dataen, mens den kvalitative dataen som er ikke numerisk anvendes som grunnlag for modeller som PESTEL.

I en verdsettelse oppgave kreves det mange kvantitative beregninger gjennom analyse av data, hvor vi primært brukte Excel. I Excel har vi muligheten til å kjøre regresjonsanalyser, diskontering av kontantstrøm, sensitivitetsanalyse m.m. De aktuelle analysene som blir anvendt til å løse gitt problemstilling vil bli presisert senere i vår analysedel.

5.3.2. Metodologiske kvaliteter og begrensninger

Pålitelighet, troverdighet, overførbarhet og bekreftbarhet er begreper som uttrykker kvalitet på et casestudie. Gjennom en åpen og detaljert framstilling av metodene og analysene gjennomført i oppgaven har vi forsøkt å styrke påliteligheten til vår casestudie (Johannessen et al., 2011, s.229-230).

Pålitelighet til oppgaven er knyttet til casestudiets data. I vår oppgave har vi samlet inn data fra sekundærkilder gjennom anerkjente faglitteratur, nettsider og rapporter. Vi har også anvendt gjennomtestet teorier og modeller hvor vi etter beste evne har forsøkt å forklare den aktuelle teoriens relevans og trekke en velresonnert anbefaling.

Troverdigheten har vi styrket gjennom metodetriangulering, hvor vi anvender ulike metoder for å finne et mest korrekt svar. Videre har vi investert mye tid

for å bli godt kjent med vårt relevante felt og prøvd å skille mellom relevant og ikke relevant informasjon (Johannessen et al., 2011, s.230). Dette gjør at vi kan gi en utdypende forklaring for våre valgte handlinger og hvordan det fører til vårt resonnement.

Overførbarheten til oppgaven er diskuterbar. Selv om vi har tatt subjektive forutsetninger bygger alle analyser og modeller på anerkjente teorier. Dette gjør at deler av resultatene bør kunne være overførbare til lignende selskaper, mens de mest selskapskonkretiserte resultatene ikke er overførbare.

Avslutningsvis skal vi snakke om oppgavens bekreftbarhet. Bekreftbarhet stiller en forventning om at resultater ikke skal bestå av subjektive holdninger (Johannessen et al., 2011, s.230). Vi har satt subjektive forutsetninger, men prøvd å minimere dette i størst mulig grad gjennom oppgaven ved bruk av troverdig kilder. Samt har vi vært selvkritiske til gjennomføring, oppfattelse, resultat og funnet våre resultat sammenlignbar til lignende verdsettelse gjennomført av andre. Resultatene våre samsvarer med konsensus fra analytikerne i markedet (*Fa Børs | LSG.OSE*, 2021). Dette tyder på at vi har klart å være kritisk til informasjon og begrenset bruken av egne forutsetninger.

6.0 Finansiell metode

6.1 Verdsettingsmetoder

Verdien av en eiendel beregnes på grunnlag av evnen til å generere fremtidige kontantstrømmer diskontert til en nåverdi med en diskonteringsfaktor som tar i betraktning risikoen som er assosiert med kontantstrømmene (Aswath Damodaran, 2012a).

Det nevnes i boken til Peterson, Plenborg og Kinserdal (2017) at det eksisterer fire forskjellige grupper innenfor verdsettelse; nåverdimetoder, relativ verdsettelse, eiendels basert tilnærming eller betinget verdivurdering.

Verdsettelsesmetodene vi har valgt for vår estimering er nåverdiodeller og relativ verdsettelse.

For å beregne nåverdiodellene har vi anvendt en DCF-analyse. Vi kunne her anvendt to ulike nåverdiodeter for å utelukke tekniske feil. Vi finner det ikke hensiktsmessig å gjøre dette for vår analyse da det ikke vil bli anvendt samme forutsetninger for begge analysene, og ville derfor gi ulike beregninger.

Grunnlaget for å anvende to metoder ved beregning av nåverdi kommer som følge av Finn Kvinesdals' artikkel; Verdsettelse – ulike metoder gir samme verdi. Finn argumenterer her for at så lenge teknikken for verdsettelse er korrekt skal forskjellige nåverdiodeter gi samme svar gitt at det anvendes samme forutsetninger ved begge analysene (Christian Petersen et al., 2017).

Det er også anvendt relativ verdsettelse, denne metoden beregner verdien av et selskap basert på prisingen av sammenlignbare selskapers inntjening (Christian Petersen et al., 2017, s.318)

6.1.1 Nåverdiodeter

Nåverdiodeter estimerer den fundamentale verdien av et selskap basert på analytikerens anslag av kontantstrømmene fra selskapet samt diskonteringsfaktoren som blir anvendt for å reflektere risikoen i kontantstrømmen og tidsverdien av pengene (Christian Petersen et al., 2017, s.300).

6.1.1.1 DCF-analyse

DCF-analyse er en favoritt blant akademikere og praktikere fordi den avhenger kun av hvordan kontanter strømmer inn og ut av selskapet. Komplekst

regnskap kan erstattes med et simpelt spørsmål: Bytter pengene hender? (Koller, 2020, s.197).

En DCF-analyse kan anvendes på to alternative metoder. Ved den ene tilnærmingen kalkulerer man selskapsverdi (Enterprise Value), ved den alternative tilnærmingen kalkulerer man verdien til egenkapitalen (Christian Petersen et al., 2017, s.304). I denne analysen vil vi anvende selskapsverdi metoden, vi kommer derfor til å trekke fra netto rentebærende gjeld for å kalkulere markedsverdien av egenkapitalen. Som vi ser i figuren under er det anvendt den vektete gjennomsnittlige kapitalkostnaden (*WACC*) for å diskontere kontantstrømmene. Man anvender *WACC* som diskonteringsrente da *FCFF* (*Free Cashflow For Firm*) viser kontantstrømmen som er tilgjengelig for alle kapitaltilbydere i selskapet.

Formel 1: Enterprise Value (DCF) (Petersen et al., 2017, s.304)

$$\text{Enterprise Value}_0 = \sum_{t=1}^n \frac{\text{FCFF}_t}{(1 + \text{WACC})^t} + \frac{\text{FCFF}_{n+1}}{\text{WACC} - g} \times \frac{1}{(1 + \text{WACC})^n}$$

Velger man derimot egenkapitalverdi metoden i DCF-analysen anvender man egenkapitalkostnaden til selskapet.

6.1.2 Relativ verdsettelse

I denne oppgaven er det også anvendt relativ verdsettelse. Denne formen for verdsettelse er basert på antagelsen om at perfekte substitutter er burde selges for samme pris. Aswath Damodaran beskriver at relativ verdsettelse verdsetter en eiendel basert på hvordan lignende eiendeler er priset i markedet.

Damodaran forklarer videre at første steg for å anvende relativ verdsettelse er å finne sammenlignbare selskaper som er priset av markedet. Andre steg er skalere markedsprisene til en felles variabel, slik kan man generere standardiserte priser som er sammenlignbare. Dette manifesterer seg som regel til multipler for inntjening, bokført verdier eller resultat (Aswath Damodaran, 2010, s.90). Det er med andre ord kritisk for analysen at man finner selskaper som er sammenlignbare med selskapet man skal verdsette. Multipler som ofte blir anvendt for å verdsette oppdrettsselskaper er: Pris/inntjening (P/E), Pris/Bokverdi (P/B), Enterprise Value/ Slaktevolum i kilo (EV/kg), Enterprise Value/EBIT (EV/EBIT) og EBIT/Slaktevolum i kilo (EBIT/KG). Multiplene som blir anvendt i denne analysen diskuteres nærmere i kapittel 9 «Verdivurdering».

6.2 Totalkapitalens avkastningskrav (WACC)

Totalkapitalens avkastningskrav er det vektete gjennomsnittet av avkastningskravet til både eierne og gjeldshavere. Dette avkastningskravet vil bli anvendt som en diskonteringsrente for fremtidige kontantstrømmer til LSG i DCF og EVA analysene ved denne verdsettelsen. Formelen for WACC består av følgende komponenter: rentebærende gjeld (RBG), egenkapital (EK), gjeldskostnad (rD), skatt (s) og egenkapitalens avkastningskrav (rE).

Formel 2: WACC

$$WACC = \frac{RBG}{(RBG + EK)} \times rD \times (1 - s) + \frac{EK}{(RBG + EK)} \times rE$$

Alle kapitalinteressentene anvender ikke nødvendigvis samme standard for å estimere kapitalkostnad. Det er derfor opp til den enkelte kapitaltilbyder å estimere kapitalkostnaden. Dette skaper en del usikkerhet rundt estimeringen av kapitalkostnad (Christian Petersen et al., 2017, s.340).

6.2.1 Egenkapitalens avkastningskrav

For å estimere egenkapitalens avkastningskrav vil vi anvende «Capital Asset Pricing Model», også kjent som kapitalverdimodellen. Denne modellen er den mest anvendte modellen for estimering av avkastningskrav til egenkapital. I 2008 undersøkte Iwo Welch anvendelsen av kapitalverdimodellen blant 400 finansprofessorer. Undersøkelsen viser at av de 400 finansprofessorer som ble forespurt, anbefaler 75 prosent av respondentene kapitalverdimodellen for estimering av avkastningskrav på egenkapital (Welch, 2008).

Kapitalverdimodellen postulerer at det forventede avkastningskravet til et hvilket som helst verdipapir er lik risikofri rente pluss beta ganger markedets risikopremie (Tim Koller et al., 2020, s.331).

Formel 3: Egenkapitalkostnad

$$E(R_i) = r_f + \beta_i [E(R_m) - r_f]$$

$E(R_i)$ = Egenkapitalens avkastningskrav til verdipapir (i)

β_i = Verdipapir (i) sensitivitet til markedsporteføljen (Beta)

r_f = Risikofri rente

$E(R_m)$ = Forventet avkastning til markedsporteføljen

Tanken bak kapitalverdimodellen er at ved å holde en bred nok portefølje av aksjer eller verdipapirer generelt, vil en investor kun betale for risikoen som ikke kan diversifiseres bort. Det vil dermed kun være systematisk risiko som blir priset (Christian Petersen et al., 2017, s.346)

6.2.1.1 Risikofri rente

Risikofri rente er avkastningen man oppnår uten å påta seg risiko. I teorien vil det beste estimatet for risikofri rente være forventet avkastning på en portefølje med beta lik null. En slik portefølje er tidkrevende og kompleks å konstruere, den er derfor i praksis lite anvendt. Derfor er statlige obligasjoner vanligvis brukt som «*proxy*» for risikofri rente. Bakgrunnen for dette er antakelsen om at en statlig obligasjon er en risikofri investering. Selv om det er hensiktsmessig i de fleste tilfeller å anvende statlige obligasjoner må man være oppmerksom på at det finnes tilfeller der statlige obligasjoner har medført risiko (Christian Petersen et al., 2017, s.346).

Den optimale metoden for å diskontere kontantstrømmer er å diskontere hver kontantstrøm med en statsobligasjon med samme varighet. Denne metoden er tidkrevende og impliserer at man må omformulere kapitalkostnaden for hver av de fremtidige periodene. Dette er noe som ikke anvendes i vår verdsettelsesoppgave, da vår oppgave baserer seg på nåverdimetoder som forutsetter at alle parametere i terminalperioden er konstante. Det anvendes derfor en kun en «yield» eller direkteavkastning på statsobligasjonen som passer best med kontantstrømmen som skal analyseres. Tidshorisonten for verdsettelsen er uendelig, det anvendes derfor 10- eller 30-årige statsobligasjoner uten kupong. Man vil helst ha statsobligasjoner uten kupong da renten blir enklere å legge til grunn for analysen enn alternative obligasjoner og man unngår reinvesteringsrisiko. 30-årige statsobligasjoner sammenfaller bedre til analysen når man har en uendelig tidshorisont, denne obligasjonen kan derimot inneholde en likviditetspremie som påvirker renten. I verdsettelse er det viktig å ta hensyn til inflasjon, derfor er det viktig at man bruker statsobligasjoner som har samme valuta som den underliggende kontantstrømmen (Christian Petersen et al., 2017, s.346).

Siden kontantstrømmen til LSG rapporteres i NOK, er det anvendt en 10-årig norsk statsobligasjoner som «*proxy*» for risikofri rente i denne analysen. Ved skrivende stund (04.02.2021) noteres en norsk 10-årig statsobligasjon for 1,20 prosent (*Statsobligasjoner daglige noteringer, 2021*)

6.2.1.2 Risikopremie

Markedets risikopremie defineres som differansen mellom markedets avkastning og avkastningen på risikofrie investeringer. Dette er avkastningen eller «*premien*» en investor krever i tillegg til den risikofrie renten for å ha kapital i markedet. Ifølge Petersen, Plenborg og Kinserdal er det to metoder man kan bruke for å estimere markedets risikopremie: historisk avkastning eller forventet fremtidig avkastning basert på analyse (Christian Petersen et al., 2017, s.346). De forklarer at det er usikkerhet rundt hvilken metode som burde anvendes for å avgjøre markedets risikopremie og at det er en generell konsensus å bruke rundt 5 prosent som risikopremie. Dette ser vi også er brukt i praksis da PwC har gjennomført en undersøkelse som viser at det profesjonelle analysemiljøet i Norge bruker en risikopremie på 5 prosent (PwC, 2020). Vi vil derfor bruke en risikopremie på 5 prosent i vår analyse.

6.2.1.3 Likviditetspremie

Likviditet i en eiendel refererer til kostnaden og eventuelle problemer assosiert med å konvertere eiendelen til kontanter (Christian Petersen et al., 2017, s363). Investorer må ta i betraktning flere risikoaspekter når de skal investere i selskap, blant annet risikoen av illikviditet i aksjen. Må en investor gi rabatt for å realisere forventet avkastning eller betale store transaksjonskostnader for å likvidere posisjonen sin i markedet, vil man betale mindre for aksjen i dag (Aswath Damodaran, 2010, s.171). Derfor er omsettelig eierskap i en aksje attraktivt da det gir muligheten til å konvertere til kontanter raskt og kostnadseffektivt.

I 2014 utførte PwC en undersøkelse angående risikopremien i det norske markedet, respondentene er medlemmer av Norsk Finansanalytikers Forening (NFF). I rapporten ble respondentene forespurt om anvendelsen av likviditetspremie for selskaper med lav markedsverdi. Det viser seg at 65

prosent av respondentene mente at likviditetspremien skal være lik null for selskaper med markedsverdi over fem milliarder. LSGs markedsverdi per 31.12.2020 er 36 milliarder NOK. Vi finner derfor ikke grunnlag for å anvende en likviditetspremie i vår analyse.

6.2.1.4 Estimering av egenkapitalbeta

Enkelt forklart kan man si at beta er et verdipapir sin sensitivitet til markedet, også kjent som den systematiske risikoen. Ifølge porteføljeteori, synker den totale risikoen (standardavviket) til en portefølje ved å øke antall selskaper i porteføljen, kjent som diversifisering (Øyvind Bøhren et al., 2018, s.68). Risikoen man ikke får diversifisert bort er den systematiske risikoen til en aksje og blir representert ved beta (Aswath Damodaran, 2010, s.31). Ifølge CAPM skal beta måle alle former for eksponering mot systematisk risiko. Er $\beta > 1$, er aksjens volatilitet større en markedsvolatiliteten. For å illustrere logikken bak porteføljeteori og standardavvik kan man argumentere for at Folketrygdfondet kanskje har et av Norges laveste standardavvik på sin portefølje, da de har eierskap i nesten 70 selskaper bare på Oslo Børs (Aksjebeholdning SPN, 2020). Det eksisterer flere anerkjente metoder for å estimere beta til en aksje. I vår analyse vil vi anvende et gjennomsnitt av flere metoder for å danne det mest korrekte inntrykket av den systematiske risikoen og samtidig forhindre målefeil.

6.2.1.4.1 Regresjonsbeta

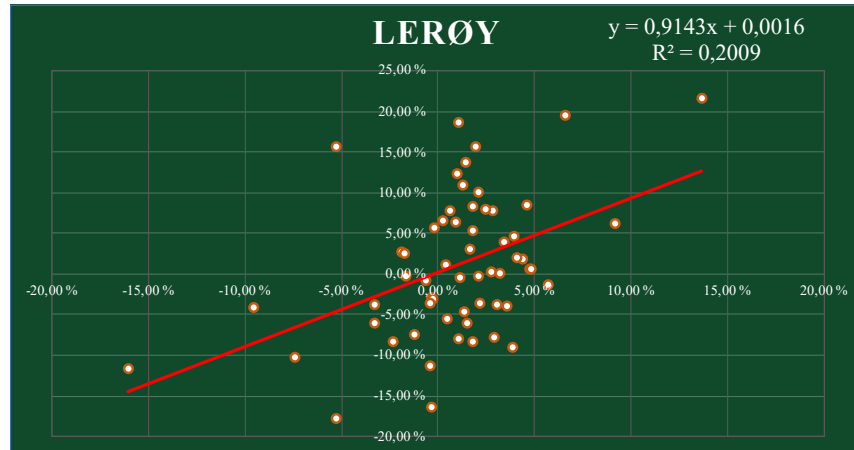
Den konvensjonelle metoden for å estimere beta er å gjennomføre en regresjonsanalyse basert på den historiske avkastningen til aksjen (R_i) og markedsporteføljen (R_m). Man anvender en aksjeindeks som eksempelvis Oslo Børs (OSEBX) som en *proxy* for markedsporteføljen, og estimerer beta for aksjer opp mot denne (Aswath Damodaran, 2012, s.183). Formel for beta er følgende:

Formel 4: Regresjonsbeta

$$Beta = \frac{Kovarians(R_m, R_i)}{Varians(R_m)}$$

Nedenfor ser vi beta for LSG der vi har anvendt månedlig avkastning Oslo Børs og LSG de siste fem årene.

Fra regresjonen ble det estimert en råbeta på 0,9143. Forklaringskraften til regresjonen ble estimert til å være 20,09 prosent. Dette er noe på den lavere siden, og er en indikasjon på at 79,91 prosent av LSGs avkastning i forhold til markedet kommer av bedriftsspesifikke forhold som ikke er observert ved denne regresjonsanalysen (Aswath Damodaran, 2012, 2.184)



Figur: 7. Beregning av regresjonsbeta (egen tilvirkning)

6.2.1.4.2 Industribeta

For å redusere støy rundt beta estimater, kan man anvende industribeta framfor selskapsspesifikk beta. Koller, Goedhart og Wessels (2020) forklarer at selskaper innen samme industri opererer med lik operasjonell risiko, derfor er det hensiktsmessig å anta relativt lik operasjonell beta. Ved anvendelse av industribeta som «proxy» for bedriftsrisiko reduserer man effekten av tilfeldige sjokk i aksjekursen. Dette skyldes at feilestimer i bedriftsspesifikke betaer vil utligne hverandre ved anvendelse av industribeta.

Ved bruk av rå industri regresjonsbeta overser man en viktig faktor: gjeld (leverage). Beta er sammensatt av operasjonell og finansiell risiko. Aksjonærer i et selskap med mer gjeld vil ta større risiko, denne økningen er reflektert i betaen til selskapet. For å sammenligne selskaper med tilnærmet lik operasjonell risiko vil vi korrigere for leverage (Tim Koller et al., 2020, s.335). Til vår analyse av industribeta vil vi anvende Aswath Damodaran sin sektoranalyse av råbeta. Her fremkommer det at sektoren LSG operer i, «Food Processing», har en gjennomsnittlig unlevered beta på 0,63 fra 2016 til 2020 (Damoderan, 2020)

Inudstribeta	
Unlevered industribeta	0,63
LSG G/E	0,70
Relevered industribeta	0,974

Figur: 8. Sektorbeta (egen tilvirkning, Damodaran 2020)

6.2.1.4.3 Multippel beta (Bottom up Beta)

Ifølge Yngve Kaldestad og Bjarne Møller er den tradisjonelle metoden for å estimere et selskaps beta estimert ved å ta utgangspunkt i betaen til sammenlignbare selskaper. Problematikken oppstår ved at to ellers identiske selskaper vil ha forskjellig beta, grunnet differansen i gjeldsgraden til selskapene (Yngve Kaldestad & Bjarne Møller, 2016, s.161). Vi vil derfor:

- (1) Identifisere egenkapitalbeta (levered beta) for de sammenlignbare selskapene.
- (2) Konvertere denne egenkapitalbetaen til forretningsbeta (unlevered beta) for hvert av selskapene.
- (3) Lage et gjennomsnitt av forretningsbetaene.
- (4) Konvertere denne forretningsbetaen om til en ny egenkapitalbeta (relevered beta), basert på gjeldsgraden til LSG.

I tabellene under ser vi levered og unlevered regresjonsbeta for selskapene vi anser som sammenlignbare for LSG. Vi anvender gjennomsnittet av betaene etter vi korrigerer for gjeld til å estimere den nye betaen til LSG. For kalkulasjon av regresjonsbeta for sammenlignbare selskaper; se vedlegg.

BETA	LEVERED	G/E	UNLEVERED
Salmar	0,7315	0,80	0,450
Mowi	1,0035	1,00	0,564
Grieg	1,0142	1,20	0,524
Gjennomsnitt			0,513
Lerøy (Relevered)	0,793	0,7	0,513

Figur: 9. Multippelbeta (egen tilvirkning, Proff forvalt, 2020)

6.2.1.4.4 Blumes justeringsmodell

Blumes justeringsmodell for betaer baserer seg på Marshall Blumes observasjon om «mean reversion» i betaer. Mean reversion betyr i hovedsak at all data i et datasett vil bevege seg mot gjennomsnittet over tid. Man kan korrigere for dette ved følgende formel (Tim Koller et al., 2020, s.334).

Formel 5: Blumes justeringsmodell

$$\text{Justert Beta} = 0,33 + 0,67(\text{Råbeta})$$

Nedenfor ser vi beta estimatene som er gjennomført i analysen. Vi finner gjennomsnittet av disse estimatene og justerer dette gjennomsnittet ved bruk av justeringsmodellen.

Blume	
Regresjonsbeta	0,914
Industribeta	0,974
Multipelbeta	0,793
Gjennomsnitt	0,894
Beta (Blume)	0,929

Figur: 10. Beta inkludert Blumes justeringsmodell (egen tilvirkning)

6.2.2 Beregning av egenkapitalens avkastningskrav

Vi har nå alle estimatene til kapitalverdimodellen og vi estimerer egenkapitalens avkastningskrav til å være 5,84 prosent.

CAPM	
Rf	1,20 %
β	0,929
Rm	5,00 %
Re	5,840 %

Figur: 11. Egenkapitalkostnad (egen tilvirkning)

6.2.3. Beregning av gjeldskostnad

For å beregne gjeldskostnaden til LSG anvender vi et gjennomsnitt av rentekostnadene delt på rentebærende gjeld for de siste seks årene. Vi velger en tidshorisont på seks år, da en periode lengre enn dette kunne gitt et estimat som ikke hadde vært representativt for det nåværende rentenivået. Vi anvender denne metodikken, da LSG ikke har utstedt obligasjoner, og kan derfor ikke benytte oss av «Yield To Maturity»-metoden. Vi velger heller ikke å anvende en syntetisk kredittrating, da denne metoden kan være tidkrevende og spekulativ. Under ser vi at den gjennomsnittlige rentekostnaden for LSG er 3,57 prosent.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
IBD	3 842 267	5 635 365	5 776 263	5 582 566	5 672 486	6 487 176
Rentekostnad	126 295	150 670	191 605	203 557	238 475	280 125
Rentekostnad%	3,29 %	2,67 %	3,32 %	3,65 %	4,20 %	4,32 %
Gjennomsnitt	3,57 %					

Figur: 12. Gjeldskostnad (egen tilvirkning, selskapets årsrapporter 2015-2020).

6.2.4 WACC

Estimatene for total kapitalkostnaden til LSG er nå estimert. Vi anvender markedsprisen på egenkapital som egenkapitalandel og bokført rentebærende gjeld som gjeldsandel. Dette er som nevnt fordi LSG ikke har gjeld som handles ute i markedet. Vi fører dette inn i formelen for WACC og får kalkulert en total kapitalkostnad på 5,29 prosent.

Formel 6: Beregning av WACC

$$\text{WACC} = 0,82 \times 0,0584 + 0,18 \times 0,0357 \times (1 - 0,22) = 5,29 \%$$

6.3 Konsistensbetingelser

Ved regnskapsanalyser, beregning av kontantstrømmer eller anvendelse av multipler er det avgjørende å være konsekvent gjennom alle ledd i analysen. Eksempelvis er det viktig å anvende WACC som diskonteringsrente når man skal gjennomføre en DCF-analyse med FCFF metoden. Dette er begrunnet med at FCFF er kontantstrømmen til både aksjonærer og långiverne. Derav anvendelse av total kapitalkostnaden (WACC). Konsistentbetingelsene illustreres også godt ved anvendelse av multipler. Hver multiplere har en teller og nevner. Telleren kan enten være egenkapitalverdi (markedsverdi på egenkapitalen) eller selskapsverdi (Enterprise Value). Nevneren kan være en måleenhet for egenkapital (EPS, årsresultat, bok-verdien av egenkapitalen) eller måleenhet for hele selskapet (EBIDTA). Ved bruk av multipler er det viktig at teller og nevner er definert konsistent. Er telleren en egenkapitalverdi, burde nevner være det også (Aswath Damodaran, 2010, s.96).

7.0 Regnskapsanalyse

I dette kapitlet vil vi gjennomføre analyser av regnskapet til LSG. Dette er en viktig del av verdsettelsen, da vi anvender de historiske regnskapstallene for å gi oss et bedre overblikk av verdiskapningen til aksjonærene. For å belyse denne utviklingen har vi anvendt flere nøkkeltall som gir et inntrykk av LSGs lønnsomhet og likviditet. Regnskapsanalysen, samt den strategiske analysen, vil gi oss grunnlaget vi behøver for å estimere fremtidige kontantstrømmer senere i verdsettelsen.

7.1 Reformulering

Resultatregnskapet og balanseregnskapet gir ikke et oversiktlig innblikk over operasjonelle prestasjoner og verdiskapning. De er simpelthen ikke organisert slik. Balanseregnskapet blander operasjonelle eiendeler, ikke operasjonelle eiendeler og ulike finansieringskilder. I likhet kombinerer resultatregnskapet operasjonell fortjeneste, rentekostnader og andre ikke operasjonelle poster (Tim Koller et al., 2020, s.211).

For å kunne reformulere regnskapene for videre analyse, er det hensiktsmessig å isolere operasjonelle og finansielle poster i resultatregnskapet og balanseregnskapet. Nedenfor går vi i detalj på poster som man ikke åpenbart kan klassifisere som finansiell eller operasjonell, samt poster som burde forklares nærmere.

Kontanter og kontantekvivalenter

Vi har valgt å anse denne posten som finansiell. Kontanter blir ofte sett på som «overflødige» kontanter, da man kunne anvendt denne kapitalen til å eksempelvis utbetale utbytte. Derimot kan det tolkes slik at kontanter er nødvendige for daglige operasjonelle formål. Derimot er posten så stor for LSG at den ikke er å anse som operasjonell. Petersen, Plenborg og Kinserdal anbefaler at denne posten merkes som finansiell. Vi vil på bakgrunn av dette og postens størrelse velge å klassifisere denne som finansiell.

Andre investeringer

I årsrapporten informerer LSG at denne regnskapsposten er diverse mindre aksjeposter der eierandelen er uvesentlig (*Årsrapport*, 2019, s.121). Posten er relativt liten, og den er ikke å anse som betydelig for driften. Vi anser denne som finansiell.

Annen langsiktige forpliktelser

Denne posten inneholder virkelig verdi av rentebytteavtaler. LSG velger å anvende rentebytteavtaler (renteswaps) på deler av den rentebærende gjelden for å få en forutsigbar rentekostnad. Er varigheten på disse under et år, klassifiseres disse avtalene som «annen kortsiktig gjeld» (*Årsrapport*, 2019, s.170). Vi klassifiserer denne som finansiell.

Annen kortsiktig gjeld

Som nevnt tidligere består denne posten av blant annet rentebytteavtaler som har en varighet på under et år. I tillegg består denne posten av påløpt lønn, påløpt rentekost, tapsbringende kontrakter, valutaterminkontrakter og andre derivater (*Årsrapport*, 2019, s.121). Vi finner det hensiktsmessig å anse denne posten som operasjonell da påløpt lønn er den største delen av posten.

Leieforpliktelser til andre enn kredittinstitusjoner

Posten er ny i regnskapsrapporten for 2019 grunnet IFRS 16. Denne delen av leieforpliktelsene har ikke rentekostnader og inngår ikke i beregningen av netto rentebærende gjeld (*Årsrapport*, 2019, s.115). Vi anser derfor denne posten som operasjonell.

Investeringer i tilknyttede selskaper

LSG informerer i årsrapporten for 2019 at disse investeringene er gjort i selskaper som er avhengig for drift av selskapet (*Årsrapport*, 2019, s.100-105). Denne posten klassifiseres derfor som operasjonell.

7.2 Lønnsomhetsanalyse

Estimering av et selskaps lønnsomhet er ett av nøkkelområdene innen finansiell analyse. Oppnåelse av et tilstrekkelig nivå av lønnsomhet er viktig for selskapets fremtidige overlevelse, samt sørge for tilfredsstillende avkastning til eierne (Christian Petersen et al., 2017, s.144) Vi vil i denne delen av analysen ta et nærmere blikk på LSGs lønnsomhet. Videre vil vi også sammenligne graden av lønnsomhet med konkurrentene, det er naturlig at en investor velger alternativet med mest lønnsomhetspotensial.

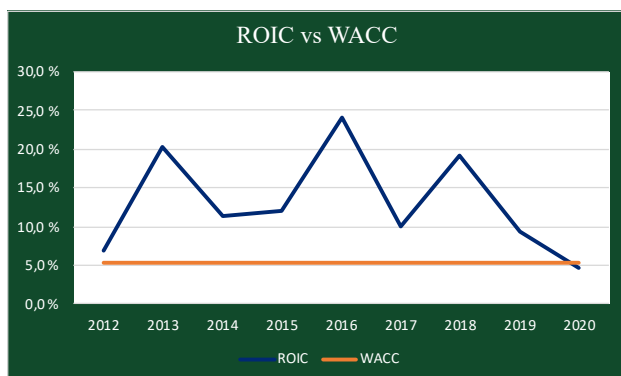
7.2.1 Avkastningen på investert kapital (ROIC)

Avkastningen på investert kapital (ROIC) er et mål for å beregne den operasjonelle lønnsomheten i et selskap. Måleenheten måler avkastningen på investeringene som er gjort i netto operasjonelle eiendeler (NOA). Netto operasjonelle eiendeler representerer i netto det et selskap har investert i operasjonelle aktiviteter, hvor man da finner hvilke aktiviteter som krever en avkastning (Christian Petersen et al., 2017, s.142). Formelen for avkastningen på investert kapital vises under.

Formel 7: ROIC (Petersen et al., 2017, s.142)

$$\text{ROIC} = \frac{\text{NOPAT}}{\text{Investert Kapital}} \times 100$$

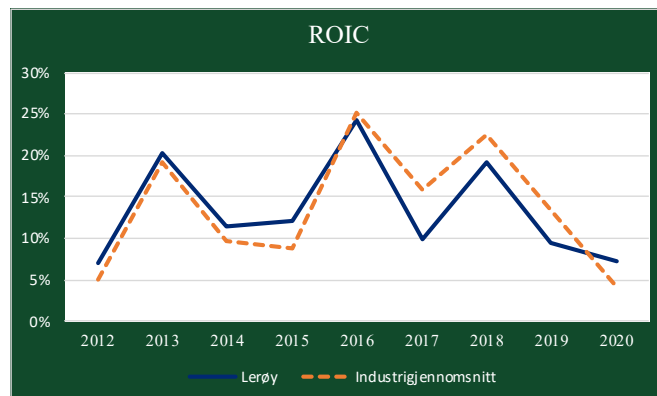
Det er to metoder man kan anvende for å avgjøre om ROIC er tilfredsstillende. Den ene metoden man kan anvende for å evaluere avkastningen er å sammenligne ROIC med det gjennomsnittlige avkastningskravet til både eierne og kreditorene (WACC). Om et selskap skaper avkastning som overgår avkastningskravet til selskapet genererer selskapet noe som kalles for EVA (Economic Value Added), eller superprofitt som det gjerne omtales som blant investorer (Christian Petersen et al., 2017, s144)



Figur: 13. ROIC – WACC (egen tilvirkning)

Ved bruk av WACC kalkulert i forrige oppgave kan vi se at LSG har generert «superprofitt» i alle år regnet helt tilbake til 2007. Dette viser at LSG har skapt verdi for eierne over lengre tid. Med dette tatt i betraktning kan vi si at ROIC har vært tilfredsstillende.

Alternativet til denne metoden er å sammenligne ROIC med konkurrerende selskaper (Christian Petersen et al., 2017, s.144). I grafen under har vi sammenlignet ROIC til LSG med Salmar, Grieg og Mowi. Dette er de tre største konkurrentene til LSG i Norge og betraktes som sammenlignbare selskaper.



Figur: 14. ROIC – Industrigjennomsnitt (egen tilvirkning, Morningstar)

Vi kan se at LSG har generert relativ lik avkastning som sine konkurrenter mellom 2011 til 2016. De etterfølgende årene ser man at LSG har levert lavere avkastning på investert kapital enn sine konkurrenter. Dette kan være et resultat av oppkjøpet som ble gjennomført i 2016, der LSG kjøpte opp trålerederiet Havfisk ASA og Norway Seafoods AS for 3,2 milliarder (Berge, 2016). Dette oppkjøpet ble finansiert ved innskutt egenkapital og opptak av ytterligere gjeld. Analysene tyder på at LSG har slitt med å realisere verdiene av dette oppkjøpet da den prosentmessige avkastningen på totalkapitalen til LSG i gjennomsnitt har vært 4,77 prosentpoeng lavere enn industrigjennomsnittet fra 2017 til 2019.

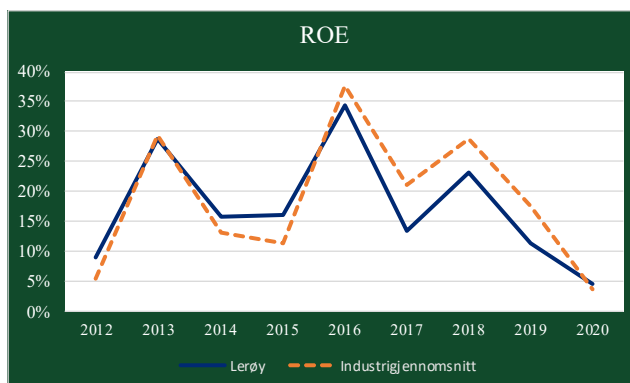
7.2.2 Egenkapitalens rentabilitet (ROE)

Egenkapitalens rentabilitet er en målenhet for å se selskapets avkastning på egenkapitalen. Ved bruk av ROE får man sett lønnsomheten i et selskap tatt i betraktning effekten av «*financial leverage*» (Christian Petersen et al., 2017, s.168)

$$\text{ROE} = \frac{\text{Resultat etter skatt}}{\text{Bokført verdi av egenkapital}} \times 100$$

Formel 8: ROE. Hentet fra: (Christian Petersen et al., 2017, s.168)

Det er med andre ord eiernes avkastning som blir målt ved hjelp av ROE formelen. Siden LSG har minoritets-interessenter, får ikke morselskapet 100 prosent av avkastningen. Vi har derfor trukket fra disse interessentene i årsresultatet og egenkapitalen i balansen for å få et korrekt anslag.



Figur: 15. ROE (egen tilvirkning, Morningstar)

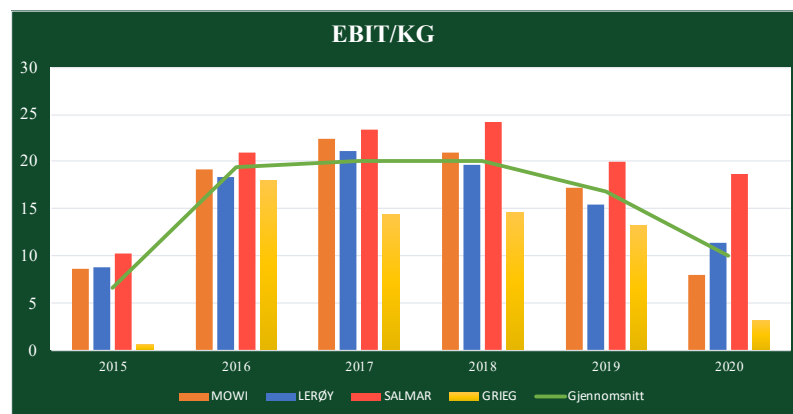
Ut ifra figuren over kan vi se at LSG har ligget på industrigjennomsnittet fra 2012-2016. Etter dette har de levert dårligere egenkapitalavkastning enn sine konkurrenter. Dette kan tyde på at LSG har vært i en fase der de har slitt med å realisere verdiene fra sine investeringer eller at konkurrentene har vært mer kostnadseffektive enn LSG. I årsrapporten til LSG for 2019 informerer selskapet om at kostnadene relatert til Lerøy Sjøtroll, som er et havbruks-senter på Vestlandet, har vært en del høyere enn ambisjonsnivået (*Årsrapport, 2020, 2021, s.62*) For øvrig nevnes det i kvartalsrapporten for fjerde kvartal 2020 at kostnadstrenden for Sjøtroll ser ut til å bedre seg (LSG, 2020, Q4, s.7).

7.2.3 EBIT/kg

EBIT står for: «Earnings Before Interest & Taxes» og er det vi på norsk kaller for «driftsresultat». Med andre ord viser EBIT hvor mye et selskap har i profitt før man trekker fra renter og skatt. Altså kan man si at EBIT viser det

operasjonelle resultatet til en bedrift. Deler man EBIT på slaktevolumet ser man hvor mye man operasjonelt tjener per kilo slaktet fisk. EBIT/kilo er en måleparameter som ofte er brukt til multiplisert verdsettelse blant lakseselskapene på Oslo Børs. Samtidig er det også en god indikasjon på hvor lønnsomt aktørene klarer å produsere laks.

Havbruksbransjen har et begrenset antall ressurser og oppdrettsnæringen i Norge har nærmest ikke hatt økning i produksjonen siden 2012 (LSG, 2020). Det er derfor viktig å produsere og selge laks på en lønnsom og kostnadseffektiv måte. Høy EBIT/kilo margin er dermed en god indikator på hvor lønnsomt LSG klarer å selge laks i forhold til sine konkurrenter.



Figur: 16. EBIT/KG (egen tilvirkning, årsrapporter til selskapene)

Grafen viser EBIT marginen per kilo slaktet fisk til de største norske aktørene fra 2015-2020. Man kan se at LSG har klart å opprettholde relativt lik margin som industrigjennomsnittet siden 2015. I 2020 ser man at LSG hadde best EBIT/kilo margin blant alle aktørene. Analysen viser at de i 2020 klarte å generere en EBIT-margin på 11,44 NOK per slaktet kilo til tross for den reduserte etterspørselen i markedet grunnet koronapandemien.

Likviditetsanalyse 7.3

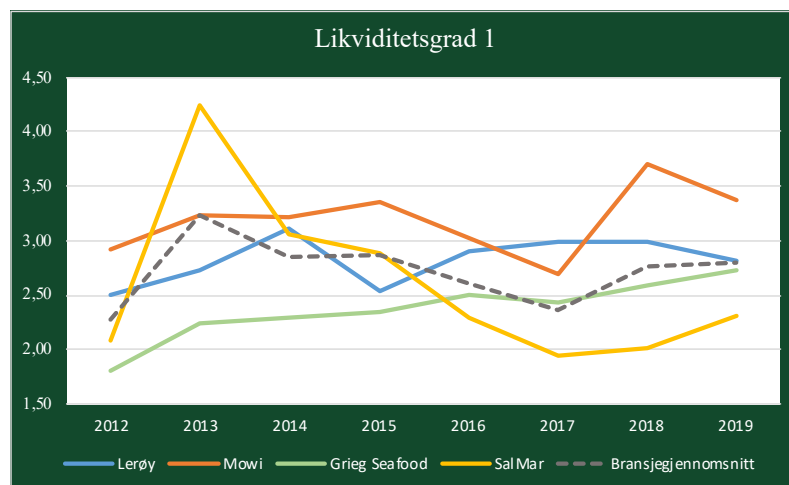
Likviditet er betalingsevnen til en bedrift og sier noe om virksomhetens evne til å dekke løpende utgifter. For å kunne drive en fornuftig virksomhet er det essensielt at bedriften har kapital til å betale regninger, gjøre lønnsomme investeringer og ha en buffer for uforutsette hendelser. Manglene likviditet kan i verste fall føre til konkurs (Petersen, 2017, s.210).

7.3.1 Likviditetsgrad 1 og 2

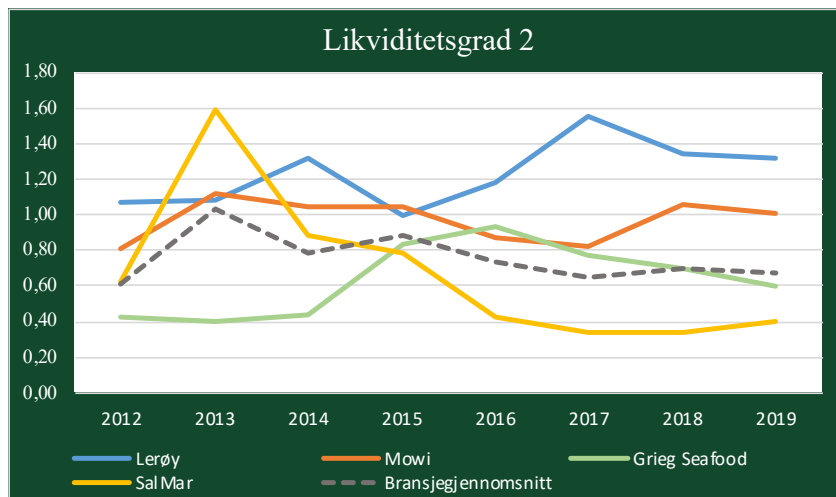
To alternativer for utregning av likviditetsrisikoen på er likviditetsgrad 1 og 2. Disse tas i bruk for å se om selskapet har en solid finansiell struktur og en fornuftig kapital buffer for uforutsette hendelser. Likviditetsgradene kan gi en indikasjon på hvor økonomisk robust selskapet er. En negativ likviditetsgrad er et rødt flagg hvor sannsynligheten for konkurs er stor.

Likviditetsgrad 1 er forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Mens likviditetsgrad 2 er forholdet mellom omløpsmidler fratrukket varelager og kortsiktig gjeld (*Likviditet - Hva er likviditet?*, u.å.). Grunnen for å trekke fra varelager er at det regnes som et lite likvid omløpsmiddel og kan med det gi et mer korrekt måletall enn likviditetsgrad 1. Formålet med disse analysene er å se på om de kortsiktige betalingsforpliktelsene kan dekkes av omløpsmidlene til bedriften. En ofte anbefalt likviditetsgrad er henholdsvis 2 og 1. Dette er en gammel teoretisk påstand som ikke nødvendigvis stemmer. Gjennomsnitt likviditetsgrad 1 for aksjeselskap i Norge var 1.23 i 2019 (*Ssb.no*). Det kan da stilles spørsmål om dette er en relevant indikator på kortsiktig risiko.

Selskaper er i ulike markeder og i ulike situasjoner, noe som gjør det vanskelig å sammenligne på tvers av bransjer når vi analyserer risiko knyttet til kortsiktig betalingsevne. Her kommer også spørsmålet om varelageret er riktig verdsatt. Ofte kan lagerverdi variere fra faktisk verdi. Dette er noen av faktorer som påvirker likviditetsgradene og som gjør det uhensiktsmessig å følge en generell tommelfingerregel.



Figur: 17. Likviditetsgrad 1 (Regnskapstall tatt fra Proff forvalt, egen tilvirkning)

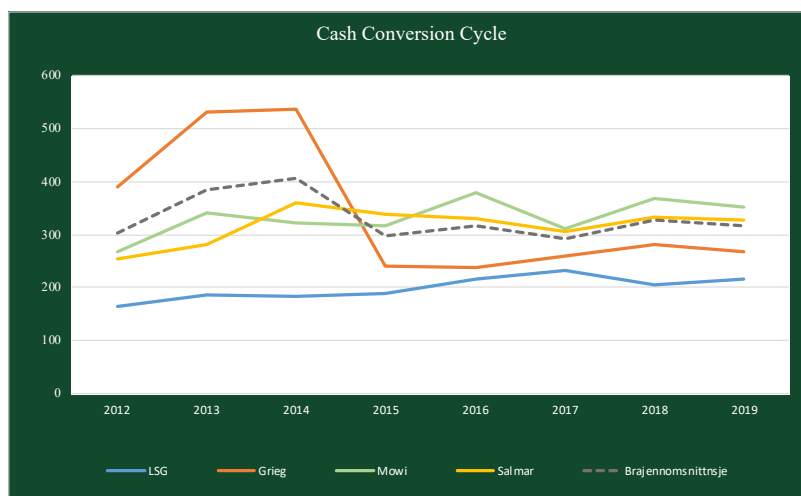


Figur: 18. Likviditetsgrad 2, (Regnskapstall tatt fra Proff forvalt, egen tilvirkning)

Fra diagrammene over kan vi se at LSG leverer en tilfredsstillende evne til å dekke kortsiktig betalingsforpliktelse etter anbefalt likviditetsgrad og bransjgjennomsnitt. Små dropp i likviditeten forekommer, hovedsakelig i 2015, men LSG får den opp igjen og viser med det en stabil betalingsevne over tid.

7.3.2 Cash Conversion Cycle

Cash conversion cycle, heretter kalt CCC, er en analyse for å måle antall dager det tar å konvertere arbeidskapital til kontanter. Hovedpoenget er at kundefordringer og varebeholdning har en negativ effekt på kontantstrømmen, mens leverandørgjeld har en positiv effekt. Desto færre dager det tar å generere kontanter fra arbeidskapitalen, desto bedre effekt på kontantstrømmen.



Figur: 19. CCC, Konvertering fra arbeidskapital til kontant (Regnskapstall tatt fra Proff forvalt, egen tilvirkning)

I diagrammet over kan vi se at LSG har en styrke ovenfor konkurrenter ved at de klarer å konvertere arbeidskapitalen markant raskere enn de andre og er på dette området «best in class». Dette skyldes en god omløpshastighet på varelageret som påvirker likviditeten positivt. Videre ser vi at Grieg har en betydelig høyere CCC enn bransjegjennomsnittet i 2012-2014, før den ble redusert betydelig. Mowi og Salmar ligger over bransjegjennomsnitt og dermed også over LSG. CCC er en modell man skal være forsiktig med å dra bastante konklusjoner rundt, grunnet CCC ikke sier noe om lønnsomheten, men kun likviditeten. For enkelte bedrifter vil det være lønnsomt å tilby lengre kundekredittid, selv om dette potensielt kan resultere i lengre CCC.

Konklusjonen er at LSG har best omløpshastighet i forhold til bransjegjennomsnittet og nære konkurrenter. De har beholdt fordelene ovenfor konkurrenter over lengre tid og leverer et tilfredsstillende CCC som bidrar positivt til kontantstrøm.

7.3.3 Financial Leverage

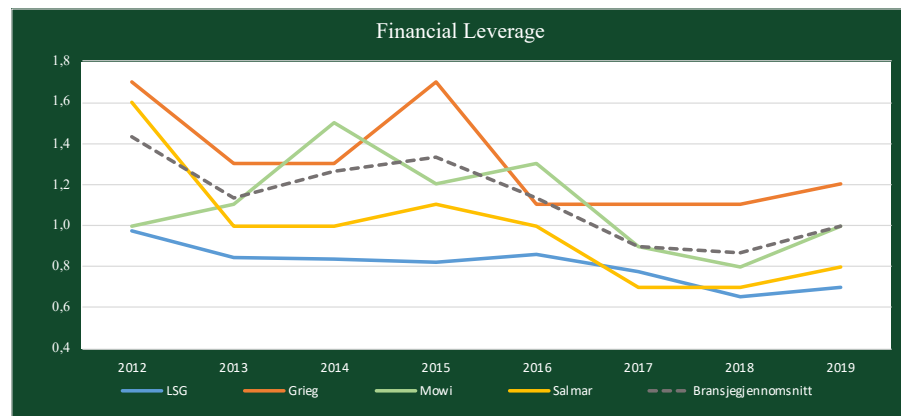
$$\text{Financial Leverage} = \frac{\text{Total Gjeld}}{\text{Egenkapital}}$$

Formel: X. Financial Leverage (Petersen, 2017, s.217)

Ved likviditetsgradene analyserte vi den kortsiktige likviditetsrisikoen.

Financial leverage måler den langsiktige. Financial leverage er altså bedriftens evne til å betale gjeld ved forfall over tid. Generelt indikerer en høy grad av financial leverage en liten kapital buffer for uforutsette hendelser og en høy langsiktig likviditetsrisiko (Petersen, 2017, s.217). Financial leverage brukes til blant annet å øke kontantstrømmen gjennom å låne kapital ved å ta opp gjeld. Ekstra kapital kan gi en «boost» til virksomhetens drift, men det kommer ikke uten risiko, økt gjeld gir økt risiko. Selskaper med høy gjeld i forhold til egenkapitalen har en høy leverage. En mulighet for å redusere dette er å betale ned gjeld og med det redusere likviditetsrisikoen høy gjeld medfører.

Problemet med analyser av forholdstall som financial leverage og likviditetsgrad 1 og 2 er at vi baserer funnene på historiske tall, derfor representerer de ikke nødvendigvis selskapets prestasjoner i dag (*Limitations of Ratio Analysis* - u.å.).



Figur: 20. Financial Leverage – langsiktig likviditetsrisikoen. (Regnskapstall tatt fra Proff forvalt, egen tilvirkning)

Forholdstall som er diskutert over, bør bli sammenlignet med det aktuelle bransjegjennomsnittet for å få et mer reelt syn på virksomhetens langsiktige likviditetsrisiko. Fra diagrammet ovenfor kan vi se at LSG har generelt en lavere likviditetsrisiko enn konkurrentene og bransjegjennomsnittet. Videre ser vi også at LSG har en synkende trend de siste åtte årene, som ikke nødvendigvis er økonomisk fremmende, men likviditetsmessig positiv.

8.0 Strategiske analyser

Dette kapitlet omhandler LSG sine framtidsutsikter basert på interne og eksterne påvirkningsfaktorer. Vi vil blant annet fremlegge våre eksterne analyser som har tett tilknytning til selskapets nåværende posisjon i markedet, samt konsernets potensielle fremtidig utvikling. Fiskeri- og oppdrettsbransjen er også lett påvirkelig av makroøkonomiske variabler, derav blant annet inflasjon, valutakurser, kjøpekraft, rentenivå og lignende.

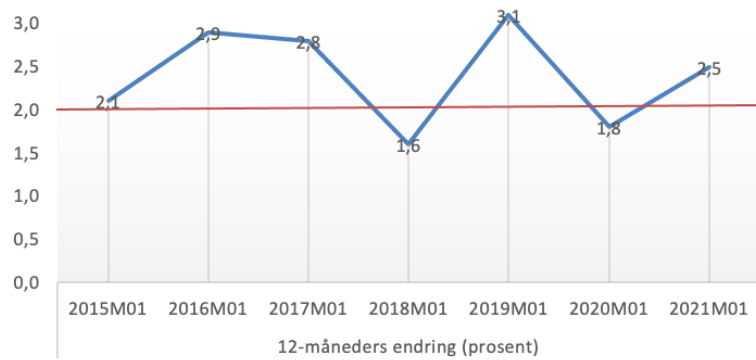
8.1 Makroanalyse

Ved å gjennomføre makroøkonomiske analyser kan vi belyse utviklingen i markedet generelt, men også den nasjonale og internasjonale økonomien. Konjunkturanalyser, utviklingstrekk og finans- og pengepolitikk er noen kontrafaktiske forløp for fremtidig økonomisk utvikling.

8.1.1 Inflasjon, valutakurser, kjøpekraft, rentenivå, demografi og teknologi

Inflasjon og rentenivå

Når man måler utviklingen i inflasjon brukes konsumprisindeksen (KPI). Konsumprisindeksen beskriver utviklingen i konsumpriser for varer og tjenester etterspurt av private husholdninger bosatt i Norge (SSB.no, 2021). Norges Bank setter årlig mål for den nasjonale pengepolitikken, hvor 2 prosent årlig inflasjonsvekst er ønskelig. Enkelte priser som inkluderes i KPI kan oppleves som støy, da prisene varierer mye. Blant annet kan energipriser stige mye i enkelte perioder, deretter falle stort neste periode, som videre resulterer i et misledende bilde av prisutviklingen. Vi har laget et diagram som viser utviklingen av inflasjon, målt i total KPI. Diagrammet viser prosentvis endring fra januar året før (12 måneders-endring). Den blå linjen indikerer den reelle inflasjonsveksten det året, mens den røde linjen viser det årlige inflasjonsmålet satt av Norges bank.



Figur 21: Konsumprisindeks. Egen tilnærming. Rød linje: inflasjonsmål. Blå linje: Reell inflasjon

Slik som illustrert i diagrammet over, er det sjeldent at inflasjonsmålet på 2 prosent treffes nøyaktig. Vi har dog hatt en relativt stabil inflasjonsøkning de siste 40 årene, da sentralbankene verden over satte seg inflasjonsmål og forventninger.

Diagrammet viser en økning av årlig KPI på 0,7 prosent fra januar 2020 til januar 2021, men hva vil skje i 2021 og årene fremover? Hvordan vil Covid-19 pandemien påvirke inflasjonen? I løpet av det siste året har det blitt gitt store stimulansepakker fra staten, og det spekuleres mye rundt hvordan dette påvirker inflasjonen den dagen Covid-19 krisen er over og økonomien normaliseres. Dette vil i hovedsak bestå av ren spekulasjon og det er mange faktorer som spiller inn. Det viktigste virkemiddelet vi har til å påvirke pengepolitikken er styringsrenten. «Styringsrenten i Norge er renten som bankene får på sine innskudd i Norges Bank opp til et fastsatt beløp – en kvote» (*Styringsrenten*, u.å.). Vi mener at Norge trolig vil gjøre det samme som sentralbanken i USA, altså la inflasjonen gå godt over 2 prosent, og samtidig holde renta på et lavt nivå. Dette baserer vi på sjeføkonomen Elisabeth Holvik i Sparebank 1 gruppen sin artikkel om inflasjonsutviklingen (*Analyse*, 2020).

Valutakurser

For et konsern som LSG som opererer på tvers av hele verden, vil de alltid være eksponert for ulike svingninger knyttet til valutakurser. For fiskeribransjen kan eksempelvis en sterk krone være svært utfordrende. De tar gjerne i bruk dollar, euro og andre valutaer. Dette må veksles om til Norske kroner før de kan betale diverse faste- og variable kostnader. Om kronekursen for øyeblikket er sterk, kan dette resultere i mindre kroner ved endt veksel.

I løpet av året har det vært vesentlige svingninger i kronekursen. I mars opplevde vi en rekordlav krone, men kronen har styrket seg betydelig i løpet av året mot de fleste valutaer med unntak av USD. (*Markedsrapport desember 2020, 2021*).

Kjøpekraft

Spesielt finans- og pengepolitikken har opplevd stor endring det siste årene. Rentenivåer har falt drastisk, som videre har påvirket kjøpekraften til forbrukerne. Reallønnsveksten i 2020 var om lag 0,3 prosent, kontra 2019 som hadde hele 1,3 prosent (Hasås, 2021). Dette er en utvikling mange vil være tilfreds med basert på 2020 årets utfordringer. Ifølge undersøkelse gjennomført av Carnegie har nordmenn fått en økt kjøpekraft på 15 prosent. Dette kommer av at folk generelt har økt forsiktigheten rundt pengebruk, samtidig som styringsrenten har ført til rekordlave renter (*- Et år med korona - hva har vi lært?*, 2021). I 2019 hadde personer som sparer i bank i gjennomsnitt 148.000 kroner på konti. Her har det skjedd en økning på om lag 6 prosent i løpet av 2020. Det er også sett en økning av snittbesparelse hos de som setter sparemidlene sine i fond. (*Koronaen fører til økt sparing*, 2020).

8.1.2 Utvikling i nasjonal økonomi

Bruttonasjonalprodukt

«BNP er et mål på samlet økonomisk aktivitet i Norge, og uttrykker den økonomiske merverdien som tjenes opp gjennom produksjon av varer og tjenester i en periode» (*Norsk økonomi*, 2020). BNP per innbygger har siden 1970-tallet hatt en stabil vekst, men i 2020 hadde vi en nedgang på 1,7 prosent. Når vi sammenligner gjennomsnittlig BNP per innbygger med resten av Europa kan vi se at innbyggere i Norge ligger 47 prosent over gjennomsnittet (*Norsk økonomi*, 2020).

Finanspolitikken

Det siste året har Norge vært preget av en generell nedgangskonjunktur, og det er blant annet staten og myndighetenes oppgave å forsøke å dempe den negative effekten en slik situasjon påfører. Dette blir gjort ved at finanspolitikken stimulerer til økt aktivitet blant folket og næringslivet. En rask

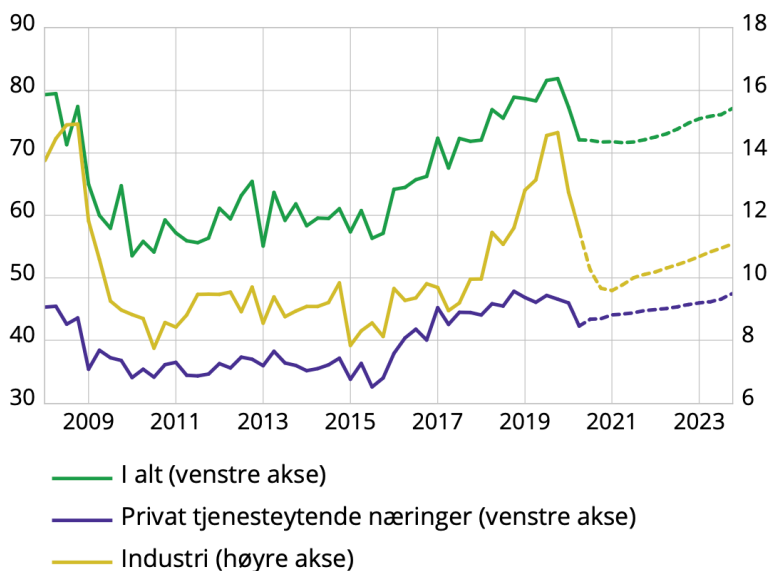
og midlertidig løsning er å sette ned renten, noe som ble gjort kort tid etter krisen inntraff. Videre handler det om å tilføre likviditet til virksomheter som mister store deler av sin omsetning. Bedrifter får tildelt lån uavhengig av usikkerhet og volatilitet med lav rente, for å holde kapitalmarkeder gående. Makrotilsynstiltak har også ført til at finansielle institusjoner får økt mulighet til å gi ut nye lån (*Koronaviruset og makroøkonomiske tiltak | Bankplassen, 2020*).

Petroleumsinvesteringer

Petroleumsinvesteringene har også blitt påvirket av Covid-19 pandemien. Strengt nasjonale tiltak kombinert med kraftig fall i oljeprisen har ført til lav investeringsaktivitet. I 2019 var det forventet en økning på 180 milliarder kroner knyttet til petroleumsinvesteringer (*1 SITUASJONEN I INDUSTRIEN, 2020*). Disse investeringsanslagene ble langt fra sannheten og det ble et trøblete år med en prosentvis nedgang på 9 prosent. SSB anslår videre en reduksjon i petroleumsinvesteringene på om lag 12 prosent i 2021. Det er først i 2022 og 2023 investeringsaktivitet forventes å øke til normale verdier, og deretter en moderat investeringsvekst (*Bråstopp for norsk økonomi, 2020*).

Næringsinvesteringer

Vi har lenge hatt sterk vekst i næringsinvesteringer med hele 26 prosent økning i perioden 2016-2019 (SSB.no, 2020). Vi så derimot stor nedgang 2. kvartal 2020 med en reduksjon i samlede næringsinvesteringer på 6,8 prosent. Covid-19 og myndighetenes tilhørende restriksjoner og smitteverntiltak er utelukkende hovedårsaken til den negative utviklingen. En svært uforutsigbar økonomisk utvikling fører til at investeringsaktiviteten vil opprettholde et lavt nivå i årene fremover. Tjenesteytende næring er bransjen det går hardest utover, da de påvirkes av mindre lønnsomhet og kraftig reduksjon i kapitalutnyttelse. SSB publiserte en rapport i juni 2020 som fremlegger næringsinvesteringenes viktighet, og viser at tjenesteinvesteringer utgjør 60 prosent av totale investeringer på fastland. Diagrammet under viser en oversikt over investeringsveksten i fastlandsnæring de siste årene. Vi kan tydelig se den store reduksjonen av næringsinvesteringer og hvilken sektor det har rammet hardest, nemlig privat tjenesteytende næring (SSB.no, 2020).



Figur 22: Investeringer i fastlandsnæringer. Hentet fra: (SSB.no, 2020)

Boligmarkedet

Boligmarkedet er en av de viktigste brikkene i norsk økonomi. For folk flest er bolig den største investeringen de gjør i løpet av livet, og har derfor stor påvirkningsevne på utviklingen i privat konsum. Etersom store deler av husholderens formue ligger i eiendom, er det høyt ønskelig med en stødig boligprisutvikling. Det er også nær korrelasjon mellom boligprisutviklingen og boliginvesteringer, men også finansiell stabilitet og en generell prisstigning.

Boligprisene i Norge er generelt høye i forhold til andre europeiske land. Deloitte legger frem en årlig eiendomsindeks som sammenligner boligpriser i 16 europeiske land, hvor Norge for første gang topper listen i 2019 (Deloitte, 2019). Det spekuleres i flere fundamentale faktorer som påvirker boligprisene i Norge, derav lav rente, økt innvandring og en generelt god økonomi på nasjonal basis.



Figur 23: Boligprisutvikling 2020-2021. Hentet fra: (Boligprisstatistikk - Eiendom Norge, 2021)

I skrivende stund ser vi på oversikten over boligprisutviklingen at Norge har hatt en total prisutvikling på 9,7 prosent det siste året. Som nevnt under

delkapittelet om rentenivå har dette sterk korrelasjon med at Norges Bank satte styringsrenten til 0. I følge *Eiendom Norge* er økning av renten den eneste løsningen for en mer stabil og forutsigbar boligprisutvikling (*Boligprisstatistikk - Eiendom Norge, 2021*)

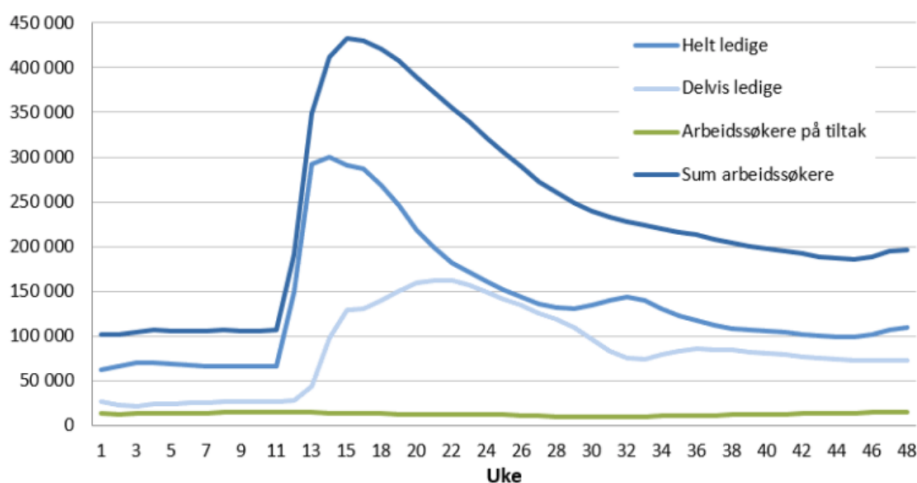
Konsum- og lønnsvekst

Som et resultat av koronapandemien har mange bedrifter vært nødt til å utsette lønnsoppgjør eller permittere ansatte. Det gikk hardest utover arbeiderne i bransjer med lavt lønnsnivå, da myndighetens tiltak i mars 2020 bidro til høy permitteringsvekst i dette segmentet. Dette resulterte i en økt lønnsvekst nasjonalt sett, men i løpet kvartal 3 og 4 falt lønnsveksten ettersom de permitterte returnerte til jobb. I november 2019 var det en gjennomsnittlig månedslønn per heltidsekvivalent på om lag 47 500 kroner, men som økte i overkant av 1 000 kroner i løpet av en 12-måneders periode. I sammenligning med tidligere år er dette en moderat vekst. I tidsperioden 2018-2019 hadde vi en lønnsvekst på 3,7 prosent, som tilsier drøye 1,5 prosent mer enn det påfølgende året (*Lønnsveksten bremses opp gjennom 2020, 2021*). Neste års lønnsvekst vil avhenge av flere faktorer, blant annet ettervirkningene av pandemien. Flere økonomer spår en konkursbølge i de hardest rammende bransjene, som kan påvirke lønnsveksten i stor grad. Prisveksten anslås til å bli 2,6 prosent i 2021, som igjen fører til at lønnsveksten antageligvis vil være høyere enn 2,6 prosent, for å forhindre tap av kjøpekraft blant lønnstakere (*Rom for lønnsvekst i 2021, 2021*).

Husholdningenes konsumvekst er en viktig pådragsfaktor for norsk økonomi, og den har vært på bunn det siste året. Sannsynligvis vil norsk økonomi skyte fart allerede i 2022, da samfunnet trolig har åpnet mer opp. Per dags dato er fortsatt forbruksnivået lavere enn før koronapandemien inntraff (*Konsumdrevet vekstoppgang i 2021, 2021*). Fra et samfunnsøkonomisk perspektiv er sparing blant befolkningen et resultat av en pandemi. Dette gir gode framtidsutsikter for konsumvekst hos nordmenn.

Arbeidsledighet

Arbeidsledigheten har hatt en sterk økning det siste året, noe som igjen har ført til en markant økning i antall arbeidssøkere. Arbeidsmarkedet blir raskt truffet av myndighetens strenge smittevernstiltak. Dette fører til permitteringer og dermed høy arbeidsledighet. I november 2020 opplyser NAV om 9 600 flere «helt ledige» registrert, sammenlignet med måneden før. Dette er dog ikke tall som er korrigert for sesongvariasjon. Dette har økt antall arbeidssøkere med hele 1 100 i løpet av november. Som vist i diagrammet under er «Helt ledige» gruppen med sterkest vekst noe som igjen er urovekkende da det tyder på svekket likviditet hos mange arbeidsgivere (*Antallet arbeidssøkere økte gjennom november, 2020*). Som nevnt en rekke ganger tidligere vil også arbeidsmarkedet se oppgang når koronarestriksjonene oppheves.



Figur 24: Oversikt over arbeidsledighet og arbeidssøkere. (Antallet arbeidssøkere økte gjennom november, 2020)

8.1.3 Utvikling i internasjonal økonomi

Den internasjonale økonomien har de siste to årene vært preget av en lavkonjunktur, og dette er et resultat av flere makroøkonomiske faktorer. 2019 bød på mye utfordringer knyttet til samlet verdiskapning. Både Brexit og handelskrig mellom USA og Kina har ført til internasjonal økonomisk uro, etterfulgt av politisk spenning mellom Russland og EU, presidentvalg i USA etc. Til tross for utfordringer knyttet til verdenshandel, forventes det mindre geopolitisk spenning i årene fremover (*Økonomiske utsikter 2021, 2021*).

Den internasjonale økonomien er høyt korrelert med eksterne omstendigheter, og på tross av uroligheter i 2019, kom koronapandemien som førte til ytterligere nedgangskonjunktur. En internasjonal pandemi vil ikke bare føre til

periodisk nedgang i den økonomiske utviklingen, da den vil ha flere ettervirkninger på videre konjunkturtendenser for årene fremover. Næringslivet har i løpet av det siste året gjort vesentlige strukturelle justeringer, derav blant annet høyt eskalerende digitalisering. Dette resulterte i lavere behov for kontorlokaler, forretningsreiser, jobbreiser mm. Spørsmålet er om dette er blitt permanente strukturelle endringer ettersom dette vil være fordelaktig, sett fra et rent bedriftsøkonomisk perspektiv. Enkelte mener dette er fremtiden og ser lyst på utviklingen, men er det en bakside ved overgang til ny samhandlingsform? Vi vet ikke nøyaktig hvordan dette vil påvirke næringslivet, men på lengre sikt spekuleres det i økt friksjonsledighet (SSB, 2021).

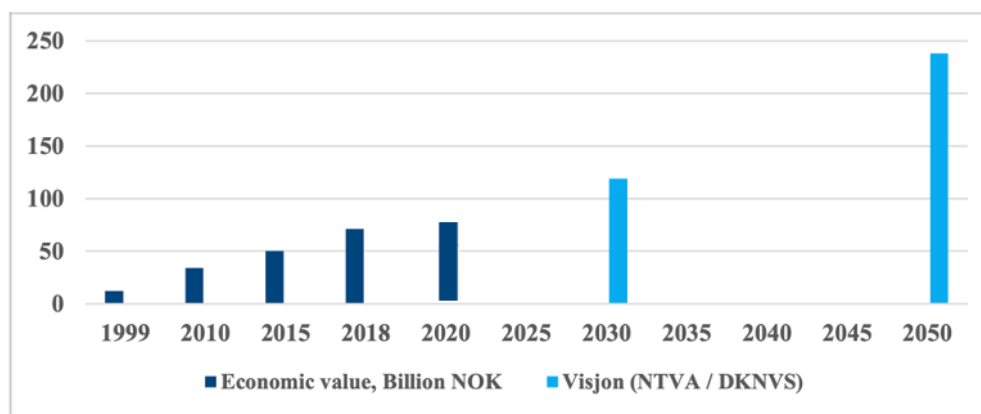
Til tross for markant nedgang i internasjonal økonomisk utvikling forventer Organisasjonen for økonomisk samarbeid og utvikling (OECD), et comeback for verdensøkonomien i slutten av 2021. Dette begrunnes i virus- og vaksinebehandling (*OECD venter comeback for verdensøkonomien i slutten av 2021*, 2020). Utviklingen i bruttonasjonalprodukt er svært varierende blant landene, da lokale vaksinasjonsprogram spiller en stor rolle i nasjonenes utvikling. Kina forventes å være ledende med en BNP-vekst på 8 prosent i 2021, som utgjør en tredjedel av verdensøkonomiens totale utvikling. I motsetning til Kina hadde Eurosonen en negativ utvikling i BNP i 2020, men det forventes en vekst på 3,6 prosent i 2021.

Summert melder OECD om at den globale økonomien, målt i BNP, er tilbake på normale nivåer i slutten av 2021. Videre anslår de en vekst i verdens BNP på henholdsvis 4,2 og 3,7 prosent for årene 2021 og 2022 (*OECD venter comeback for verdensøkonomien i slutten av 2021*, 2020).

8.1.4 Utsikter for bransjen

Fiskeri- og oppdrettsbransjen anses til å ha et enormt potensial og det forventes stor økning av verdiskapning i norsk biomarin industri. Som vi kommenterte innledningsvis under «bedrift og markedsbeskrivelse» har sjømatnæringen i Norge passert 100 milliarder kroner i samlet verdiskapning. Norge distribuerte omtrent 53 prosent av den totale verdensproduksjonen av atlantisk laks i 2016 (NHO.no, 2019). Spørsmålet er dog hvordan framtidsutsiktene for fiskeri- og oppdrettsnæringen ser ut. Hvor stor verdiskapning har vi i årene fremover?

I 1999 ble det gjort analyse av framtidssiktene til norsk biomarin industri i et tiårs perspektiv. Det var DKNVS og NTVA (Det Kongelige Norske Videnskabers Selskap og Norges Tekniske Vitenskapsakademi) som gjennomførte undersøkelsene og spådommen traff relativt nøyaktig. Det ble antatt at verdiskapningen skulle passere 75 milliarder kroner i 2010, hvor det reelle tallet ble 80 milliarder kroner. Det ble gjort nye undersøkelser hvor det skulle spekuleres i framtidssiktene til laksesegmentet. Diagrammet under er en oversikt over «Economic value» og «visjon», altså dagens omsetning sammenlignet med potensiale 30 år frem i tid.



Figur 25: potensial for omsetningsvekst for laks 2030-2050 (Verdiskaping basert på produktive hav i 2050, 2012)

NTVA/DKNVS kom frem til en verdiskapningsvekst av laks på mellom 300 til 400 prosent fra dagens omsetningstall på 70 milliarder. De forventer en samlet verdiskapning av kun laks på om lag 238 milliarder kroner.

Vitenskapsakademikerne forventer også en samlet omsetning på 550 milliarder kroner i 2050, kontra 107 milliarder i 2020 (*Verdiskaping basert på produktive hav i 2050, 2012*).

Det er med andre ord store vekstpotensialer i bransjen, spesielt når det gjelder atlantisk laks. Man kan også se generelle ikke-økonomiske trendutviklinger i samfunnet som kan tyde på en sterk positiv utvikling i årene fremover for akvakulturbransjen. Det å spise sunn mat er blitt mer og mer vanlig blant spesielt nordmenn. Årsakene til dette kan blant annet være dagens tilgang til sosiale medier og dens påvirkning, men også en generelt bedret økonomi blant innbyggerne. Dette fører til at sunn, men kostbar mat er mer tilgjengelig for den gjennomsnittlige personen. Mye tyder på at denne trenden også vil utvikle seg i mindre ressurssterke land. Alt i alt mener vi at fiskeri- og

oppdrettsbransjen har gode framtidsutsikter, hvor atlantisk laks kommer til å opprettholde sin høye etterspørsel verden over.

8.2 Andre analyser (PESTEL, VRIO, Porter's fem krefter og SWOT)

Vi vil under dette delkapittelet analysere LSG sine omgivelser ved hjelp av diverse makroøkonomiske rammeverk. Ved å indentifisere, fremlegge og diskutere de ulike konkurransebetingelsene innad i bransjen, kan vi få et innblikk i eksterne relasjonene LSG må ta høyde for.

8.2.1 PESTEL-analyse

«Gjennom en PESTEL-analyse kan bedriften forberede seg og dermed redusere risikoen dette vil medføre for bedriftens verdiskapning. En PESTEL-analyse kan også gi innspill til nye markedsmuligheter (Øystein D. Fjeldstad & Randi Lunnan, 2018, s.85). I PESTEL-analysen skal vi analysere følgende makroøkonomiske faktorer: Politiske og juridiske, økonomiske, teknologi forskning og utvikling og til slutt miljømessige faktorer.

Politiske og juridiske faktorer

LSG opererer i en internasjonal bransje som dermed blir påvirket av en rekke politiske og juridiske faktorer. For de norske fiskeri- og oppdrettsaktørene er det avgjørende å kunne opprettholde sterk konkurranseevne sammenlignet med aktører i resten av verden. Med hjelp av Norges samarbeidspartnere EU og EFTA, har vi anskaffet oss bunnsolide frihetsavtaler på tvers av over 40 land. Vi har likevel gjennom årene sett handelingshindringer som kan by på utfordringer med tanke på eksport. I 2014 opplevde Norges lakseeksportører utfordringer knyttet til et nytt reglement som resulterte i stengte grenser til Russland. Dette skjedde i forbindelse med «krim-krisen», og Norge fikk dermed ikke eksportere mer laks til Russland. Til tross for reglementsifte, ble det eksport noe laks gjennom Hvite-Russland, som har felles tollavtale med Russland (Berge, 2019).

Storbritannia valgte å forlate EU i overgangen fra årsskifte 2020-2021, og det felles reglementet gjennom EØS-avtalen ble opphevet. Brexit har påvirket eksportnæringen i stor grad, hvor spesielt oppdrettsbransjen blitt hardt rammet. Fiskeeksport har blitt et av de viktigste temaene under utarbeidelse av ny

handelsavtale. Norge, Island og Storbritannia har kommet med en midlertidig avtale, i påvente av en endelig frihandelsavtale. Likevel har fiskeeksporten til Storbritannia blitt redusert kraftig i 2021. Ifølge Norsk sjømatråd har eksport av fersk laks fra Norge til Storbritannia falt med hele 16 prosent i januar, til tross for økende eksportvolumer av fersk laks samlet sett. Den fallende trendkurven fortsatte videre i februar, hvor vi så en reduksjon av lakseeksport til Storbritannia på 32 prosent i uke 6 (*Syv uker ut i brexit: Slik går det med norske varer inn til Storbritannia. – E24, 2021*).

I likhet med Russland og Storbritannia, har vi også igjennom årene sett utfordringer med myndighetenes import- og eksportreglement i Kina. I oppstartsfasen til Covid-19 pandemien så vi fatale reduksjoner av samlede eksportvolumer av norsk laks til Kina. Til tross for trøblete andre og tredje kvartal i 2020, har vi sett en sterk etterspørselsvekst fra Kina i starten av 2021 (*God start på lakseeksporten til Kina i 2021, 2021*). Dette er svært gode nyheter for Norges lakseeksportører, da Kina står for store deler av den samlede eksporten av laks.

Generelt i Norge har vi en rekke produksjonsvilkår som påvirker konkurransedyktigheten for norske aktører ovenfor internasjonale aktører. I oppdrettsbransjen ser vi strenge regler knyttet til helse, sikkerhetsmessige regler, miljøpåvirkning og oppdrettsaktørenes plassering.

Økonomiske faktorer

De økonomiske faktorene som påvirker LSG, har blitt drøftet i delkapittel 7.1 makroanalyse. Det vil derfor ikke drøftes ytterligere under PESTEL-analysen.

Teknologi, forskning og utvikling

Norge har i mange år satt søkelys på teknologiutvikling og innovasjonsfremgang i petroleumsbransjen. Både Aker og FMC har brukt betydelige midler knyttet til forskning og videreutvikling av teknologi hos oljebransjen. Til tross for at både oppdrettsnæringen og oljebransjen startet relativt likt på 1960-tallet har teknologiutviklingen i oljenæringen vært mye raskere.

I senere tid har vi fått øynene opp for viktigheten av fiskeri- og oppdrettssegmentet, noe som igjen har ført til at produksjonsselskapene får

hjelp med teknologiutvikling. Et teknologisk paradigmeskift er i ferd med å skje, og myndighetene har ved hjelp av ulike konsesjoner fått utviklingen til å skyte i været. Som nevnt tidligere i «framtidssiktene til bransjen» forventes det en femdobling av produksjonsvolumet av oppdrettslaks. Dette skjer ikke uten at utfordringer knyttet til eksempelvis den høye dødeligheten blant oppdrettslaksen blir løst.

I dag er det en rekke biologiske begrensninger som kan skape utfordringer når vi skal følge den store etterspørselsveksten av atlantisk fisk. Dette fører til økt teknologiske fremskritt, og blant annet landbasert opprett har blitt mye omdiskutert i løpet av prognoseperioden. Dette kan nemlig eliminere enkelte faremomenter de møter i dag som f.eks. forurensning, sykdom blant fisken samt rømminger. Det finnes dog ulemper ved utvikling av landbasert oppdrett. Først og fremst er det svært kapitalkrevende og i startfasen kan det føre til høy fiskedødelighet. Man må også reflektere rundt mulige konsekvenser rundt klimaspør, økt vannforbruk, areal og energi (Hilmarsen, 2019).

Til tross for de potensielle problemene ser forskere en lys fremtid i landbasert oppdrett da det har en rekke positive faktorer for næringen og bransjen.

Miljømessige faktorer

Om man ser oppdrettsbransjen fra et miljømessig perspektiv, og utelukker de økonomiske fordelene, vil enhver person som er opptatt av miljøet fraråde videre drift. Akvakultur har en negativ påvirkning på miljøet vårt. Dette kommer av at oppdrett forekommer i merder i sjøen, hvor avvik fører til negativ miljøpåvirkning. Hovedutfordringene i dag er som følge:

- Rømt fisk
- Villfisk
- Fremmedstoffer og legemidler
- Sykdom og bakterier
- Løste næringssalter

(Akvakultur - fiskeoppdrett - Miljødirektoratet, u.å.)

Det blir likevel feilaktig å kun se de negative konsekvensene tilknyttet oppdrettsbransjen, uten å sammenligne med konkurrerende matproduksjon. I 2018 ble den første bærekrafts-indeksen over produksjon av meieriprodukter, kjøtt og sjømat. Her scorer LSG og lignende havbrukselskaper svært godt og blir tildelt bærekraftvinneren. Klimautgiftene hos fiskeproduksjonen er

vesentlig lavere enn hos eksempelvis kjøttproduksjon. Dette er åpenbart gode nyheter for oppdrettsbransjen, men LSG opplyser om at miljømessige forhold fortsatt er i stor utvikling. LSG utvikler mer miljømessige løsninger knyttet til foring av fisken, og i 2018 var 60 prosent av matflåtene elektriske. I årsrapporten for 2018 kommer det også frem at LSG arbeider kontinuerlig med bærekraftig utvikling av hele verdikjeden (*Lerøy - Bærekraftvinneren*, 2018).

7.2.2 Porter's fem krefter (konkurrentanalyse)

«Ved å analysere de fem konkurransekraftene kan en bedrift utvikle innsikt i hvordan konkurransedynamikken virker i markedet (Fred Selnes & Even J. Lanseng, 2018). Fordelen ved å oppnå rikelig markedsinnsikt er at om en eller flere konkurransekrefter endrer seg, kan virksomheten vurdere om dette vil påvirke konkurranseintensiteten i markedet.

Trusler fra nyetableringer

Om en bransje tilrettelegges slik at nyetableringer skjer hyppig, vil dette påvirke den samlede konkurranseintensiteten. Konkurransedynamikken innad i bransjen påvirkes videre ved at markedsandelen blir sprett over flere aktører og det vil bli færre stordriftsfordeler blant de største virksomhetene. For næringer med høy konkurranseintensitet vil prisen påvirkes på både kort og lang sikt, da tilbudet øker.

Akvakulturen i Norge blir i høyeste grad regulert gjennom lovgivning, ved blant annet konsesjoner. Det er også en bransje som kjennetegnes som en tillatelsesbasert næring. For å starte opp i oppdrettsnæringen er den respektive innehaver nødt til å tilegne seg særskilt gode, som innebærer en godkjenning til å drive drift på allmennhetens område (*Tildelingsprosessen*, 2017). Slike kommersielle akvakulturtillatelser har høy etterspørsel, men er antallbegrenset og det er departementet som gjennomfører beslutningene. Hovedårsaken til at slike tillatelser ikke skjer på løpende bånd, er blant annet for å ivareta miljøet og markedet. Dette påvirker naturligvis inngangsbarrieren for akvakulturnæringen betraktelig.

Om en nyetablert virksomhet skulle få myndighetenes tillatelse gjennom en konsesjon, stilles det fortsatt strenge krav til produksjonsvolum. Dette beregnes ut ifra maksimalt tillatt biomasse (MTB) for et gitt areal, basert på blant annet

lokaliseringens miljømessige bæreevne (*Tildelingsprosessen*, 2017). Vi vil derfor konkludere med at inngangsbarrieren og trusselen for nyetableringer i fiskeri- og oppdrettsnæringen er lav, og bransjen påvirkes av internasjonale, konkurransedyktige og kapitalsterke storaktører med høy forhandlingsmakt.

Trusler fra nære substitutter

Et substitutt kan defineres som følge: «Produktene kan grupperes i produktkategorier der produkter i hver kategori dekker et bestemt kundebehov, og der de konkurrerende produktene er substitutter» (Fred Selnes & Even J. Lanseng, 2018, s. 27). Fordelen ved å opparbeide seg god kontroll over eventuelle substituerende produkter, vil være å danne seg et bilde over kundens evne til å velge et erstattende produkt. Hvorfor er dette viktig? Dette kan være helt essensielt for beregning av blant annet bedriftens prissetting.

LSG, som en tilbyder av både hvit og rød fisk, samt ulike typer skalldyr vil trolig ikke møte utfordringer rundt nære substitutter bestående av andre typer sjømat. Dette er likevel faktorer som interessante å vurdere.

Først må vi avdekke om atlantisk fisk har noen direkte substitutter. Enkelte vil kanskje tenke at annen type sjømat kategoriseres som et «nært substitutt». Dette kan argumenteres for og imot, men vi har besluttet at disse matvarene dekker forskjellige kundebehov da bruksområdene varierer. Vi anser derfor ikke skalldyr som et substitutt.

Både norsk atlantisk fisk og hvit fisk kan defineres som relativt homogene varer, grunnet generell høy kvalitet blant aktørene. Vi konkluderer derfor med at valg av aktør ikke vil påvirke kundenes beslutning.

Kjøtt og kylling kan også argumenteres for å være substitutter for atlantisk fisk og hvit fisk. Også her mener vi at bruksområde ikke er identisk, og det er blant annet forskjellig helsevinning mellom de ulike produktene. Fisk har i alle år vært markedsført som en sikker næringskilde til Omega-3, noe som ikke er like vanlig blant kjøtt- og kyllingprodukter.

Kundenes forhandlingsmakt

Når man skal gjennomføre en analyse som omhandler en virksomhets attraktivitet i en bransje, vil kundenes forhandlingsstyrke være en avgjørende

faktor. Det optimale ville vært å oppnå en monopolistisk tilnærming der kundenes forhandlingsmakt er nærmest fraværende. Likevel kan man argumentere for at kundenes forhandlingsmakt er essensen bak utvikling og søkelyset på kontinuerlig forbedringer innad i en bransje. Som nevnt tidligere tilbyr akvakulturbransjen relativt homogene produkter, noe som igjen fører til økt konkurranse blant faktorer som blant annet produktets kvalitet, pris og tilgjengelighet. Dette medfører at LSG, på lik linje med andre aktører i oppdrettsbransjen, må forholde seg til pris-sensitive kunder, da produktene er lite differensierbare.

Sett fra konsumentens ståsted vil det koste lite å bytte produsent, ettersom det er mange aktører som kan dekke kundenes forventninger. Når konsumenten skal gjennomføre en beslutning vil forhandlingsgraden påvirkes av antall lakseprodusenter som tilbys. Derfor vil det være avgjørende for LSG å opprettholde sin høye grad av tilgjengelighet, da dette kan styrke virksomhetens posisjon i forhold til konkurrenter.

Til tross for at vi konkluderte med lav trussel for nyetableringer vil tilveksten av flere produsenter med hovedfokus på landbasert oppdrett potensielt være en utfordring. Dette kan anses å være et faremoment for økt forhandlingskraft hos kunder, sett på lengere sikt. Den intensjonale satsningen på bærekraft kan altså føre til økt forhandlingsmakt hos kundene.

Kort oppsummert har ikke kundene stor forhandlingskraft per. dags dato. Dette begrunnes i en generell høy etterspørsel etter sjømat og hovedsakelig atlantisk fisk. Derfor anser vi kundenes forhandlingsmakt som lav/moderat, men at dette er en faktor som kan utvikle seg i konsumentenes favør i årene fremover.

Leverandørens forhandlingsmakt

Som nevnt tidligere i oppgaven har LSG hatt en klar strategi når det kommer til å være en helintegreert leverandør av virksomhetens produkter. Deres tre hovedsegmenter anses å være havbruk, villfangst og value added products (VAP) (*Lerøy - Om konsernet*, 2017). Etter oppkjøpene av Norway Seafoods AS og Havfisk ASA som ble gjennomført i 2016 har LSG kunnet kontrollere hele verdikjeden fra hav til konsument. Dette har ført til et stort konkurransefortrinn ettersom deres leverandører hovedsakelig består av

datterselskaper både nasjonalt og internasjonalt. Det finnes dog noen varer og tjenester som LSG ikke produserer selv, av ulike årsaker. Bedriften har i mange år hatt et stort engasjement rundt lokalnæring og hatt et sterkt ønske om å støtte lokale virksomheter ved å handle lokalt. Tilbake i 2017 ble det anslått at LSG handlet for om lag 12,5 milliarder kroner i totalt 287 forskjellige norske kommuner (*Lerøy - Om konsernet, 2017*). Typiske varer og tjenester som konsernet etterspør er barnehagepersonell, lærere, veiarbeidere, utstyr til anleggene og utvikling av ny teknologi. Så er spørsmålet videre om de lokale leverandørene har noe særlig forhandlingsmakt? Ettersom dette er noe LSG gjør for å støtte lokalsamfunnet, vil ikke de lokale bedriftene ha store forhandlingsrom spesielt rundt prissetting, som generelt tilsier lav forhandlingsstyrke hos leverandørene.

Videre ser vi generelt i bransjen at de største aktørene får økt selvstendighet, som igjen fører til lavere etterspørsel etter eksterne tilbydere. Ønske om å ha en helintegrert verdikjede truer leverandørene til å måtte tilby bedre vilkår for aktørene.

Konkurransesituasjonen

Akvakulturnæringen er som vi har diskutert tidligere i den strategiske analysen, en bransje påvirket av store konkurransedyktige aktører som sitter på makt og markedsandeler. Inngangsbarrieren er betydelig for nyetableringer, og de internasjonale oppdrettsvirksomhetene har vesentlige stordriftsfordeler. For en bedrift som LSG, har de opparbeidet seg en vertikal integrert verdikjede. Dette påvirker bedriftens samlede fortjeneste og avkastning på kapitalinvesteringer.

Oppsummering – Porter's fem krefter

For å få en god oversikt over de ulike konkurransekraftene og deres respektive påvirkning, vil vi illustrere dette i et diagram. Her ser vi de fem konkurransekraftene og hvilke vurderinger vi har gjort.

Porter's konkurransekrefter	Vurdering: Høy, Moderat, Lav
Nyetableringer	Lav
Substitutter	Lav/moderat
Kundenes forhandlingsmakt	Lav/moderat
Leverandørens forhandlingsmakt	Lav
Konkurransesituasjon	Moderat/høy

Figur 26: Porter's fem krefter oversikt. Egen tilnærming.

8.2.3 VRIO-analyse

Vi skal nå gjennomføre en VRIO-analyse for å kartlegge eventuelle konkurransefortrinn hos LSG. Dette er et rammeverk som vurderer ressursbruken til virksomheten og sammenligner dette opp mot bransjen. VRIO-rammeverket består av fire delkriterier, hvor vi skal konkludere hvorvidt ressursene skaper et konkurransefortrinn for LSG eller ikke. Kort oppsummert skal vi analysere ressursene ut ifra om de er verdifulle (V), sjeldene (R), ikke-kopierbare (I) og velorganiserte (O) (Øystein D. Fjeldstad & Randi Lunnan, 2018). Avslutningsvis vil det komme en oppsummering i form av en tabell som konkluderer analysen vår.

8.2.3.1 Fysiske ressurser

LSG er et av verdens mest anerkjent sjømatkonsern, og rangeres til å være den nest største produsenten av atlantisk fisk på verdensbasis. I tidsperioden 2012-2019 har høstede salgsvolum av rød fisk vært relativt stabile. Den svake utviklingen hos både LSG og resten av bransjen kommer av utfordringer knyttet til politiske forskrifter fra 2013 som tar for seg lakselus. I årsrapporten for 2020 kommer det frem at konsernet ser store potensialer i optimalisering av egne konsesjoner. Til tross for positive framtidsutsikter har LSG slitt med manglende vekst i slaktevolum grunnet dårlig konsesjonsutnyttelse og kostnadsvekst i tilhørende segment, altså havbruksnæringen. Dette har resultert i økt fokus på RAS-teknologi, som innebærer investeringer av resirkuleringsanlegg tilknyttet smoltproduksjonen (*Årsrapport, 2020, 2021*). Investeringene skal potensielt føre til reduserte kostnader og produksjonsvekst. RAS-teknologi blir fortsatt ansett som risikabelt da dette fører til nye

driftsmønstre, og det finnes alltid en risiko ved implementering av ny teknologi. RAS-teknologien har sammen med en rekke andre tiltak ført til en positiv utvikling av produksjonsvolum i sjø, hvor LSG oppnådde ny volumrekord i 2020. LSG sine fysiske ressurser blir derfor ansett til å være et potensielt konkurransefortrinn, tatt i betraktning av at planlagte RAS-anleggsinvesteringer blir gjennomført. Da refererer vi til videre utvikling av i Belsvik og Årskog, som kan tilføye ytterligere 10 400 tonn slakt av ørret og laks (*Årsrapport, 2020, 2021*).

8.2.3.2 Finansielle ressurser

De finansielle ressursene har blitt analysert tidligere i oppgaven under delkapittelet «7.2 lønnsomhetsanalyse». Her kommer det frem at LSG har hatt en ROIC relativt lik industrigjennomsnittet i tidsperioden 2011-2016. Fra 2016 og frem til 2020, har vi sett en lavere ROIC til sammenligning med bransjesnittet. Årsaken til denne reduksjonen kan blant annet være oppkjøpene av Havfisk ASA og Norway Seafoods AS, som ble finansiert med egenkapital og ytterligere langsiktig gjeld. Vi kommenterte at LSG ikke oppnådde like høy prosentmessig avkastning på den investerte totalkapitalen som sine konkurrenter. På bakgrunn av dette betrakter vi lønnsomhetssituasjonen til LSG som litt under gjennomsnittet og derfor ikke et konkurransefortrinn. Videre vil det være relevant å sammenligne den kortsiktige likviditetssituasjonen opp mot industrigjennomsnittet. LSG har her opparbeidet seg et konkurransefortrinn ved at de har lav kontantkonverteringssyklus, som innebærer rask omløpshastighet av varelageret. LG1 og LG2 er på et ønskelig nivå sammenlignet med peer group, og har vært stabilt de siste årene.

Vår subjektive konklusjon er dermed at LSG sine finansielle ressurser ikke anses som noe konkurransefortrinn, ettersom deres økonomiske posisjon ikke er sjelden eller særlig ønskelig å imitere for konkurrerende bedrifter.

8.2.3.3 Teknologiske ressurser

Vi har tidligere diskutert RAS-teknologien til LSG og konkluderte med at den er verdifull, på bakgrunn av de fordelene det gir smoltproduksjonen. LSG har også investert betydelige midler i utvikling av batteri og hybriddrift til skipene, men per dags dato er ikke teknologiutviklingen tilstrekkelig for å skape et fossilfritt system (*Lerøy - Styrets beretning, 2019*). Konsernet vil likevel følge

utviklingen av fossilfrie løsninger i årene fremover. Deres hybridløsninger er ingen konkurransefortrinn, da konkurrerende bedrifter sitter på lignende teknologi. Tilbake i 2018 etablerte LSG et nytt slakteri på Hitra, som ble anslått til å være «verdens mest moderne». Anlegget fører til betraktelige nedjusteringer av spesielt fraktkostnader. Anlegget kan totalt produsere 70 000 tonn laksefilet i året (*Lerøy - Verdens mest moderne verdikjede*, 2018). Dette er svært positivt for kostnadsbildet til LSG, men frem til denne teknologien er implementert hos samtlige anlegg, velger vi å ikke anse dette som et konkurransefortrinn.

I likhet med konkurrenter innad i bransjen, har LSG inngått samarbeid med ulike tek-firmaer for å utvikle miljømessige løsninger for havbruksnæringen. De har blant annet gjennomført samarbeid med Sunnfjord Energi og BKK for å elektrifisere hele 24 lokaliteter (Øystein Hage, 2019). Til tross for investeringene, er dette en normal prosedyre hos virksomheter som arbeider i akvakulturbransjen. Vi konkluderer med at LSG har vesentlige konkurransefortrinn i forbindelse med RAS-teknologien, men at andre teknologiutviklinger ikke anses til å være verken sjeldene eller ikke-imiterbare. Ved videre utvikling av RAS-teknologien vil LSG ha mulighet til å skaffe et solid konkurransefortrinn ovenfor sine konkurrenter.

8.2.3.4 Organisatoriske ressurser

Etter børsnoteringen i 2002 har LSG fått tilgang til kapitalmarkeder som har ført til økt kapitaltilgang. Videre har strategisk økonomisk handelsfrihet, sammen med videreutvikling av in-house kompetanse, resultert i et internasjonalt helintegrerte sjømatkonsern. Å ha kontroll over hele verdikjeden fra smolt til konsument er svært verdifullt. Likevel kan vi ikke anse dette som et konkurransefortrinn ovenfor LSG sine nærmeste konkurrenter. Bedrifter som MOWI og GSF har også helintegrerte verdikjeder, og dermed anses ikke ressursen som sjelden eller ikke-imiterbar. I likhet med andre konkurrerende bedrifter har LSG hatt økt fokus på bærekraft de siste årene. LSG har utviklet et system for kontinuerlig forbedringsarbeid som ble kalt One Lerøy (*Årsrapport, 2020*, 2021). Dette ble utviklet etter et rekordår for å øke fokuset rundt samarbeidsprinsipper. Ønsket er å etablere et system som fører til større grad av utnyttelse rundt strategier, synergier, kompetansedeling og langsiktig verdiskapning. Spørsmålet videre er om dette er enestående og

vanskelig å imitere? Vi konkluderer med at dette ikke er en sjelden strategi, og heller ikke krevende å imitere, som igjen fører til at dette ikke blir ansatt som noe konkurransefortrinn.

8.2.3.5 Tabell/oppsummering

For at en ressurs hos LSG skal være et konkurransefortrinn ovenfor sine konkurrenter må den være verdifull, sjelden, ikke-imiterbar og utnyttet av virksomheten.

Ressurser	Verdifull V	Sjelden R	Ikke-Imiterbar I	Utnyttelse O	Konkurransefortrinn
Fysiske	Ja	Nei	Nei	Ja	Potensielt
Finansielle	Ja	Nei	Nei	Ja	Nei
Teknologiske	Ja	Ja	Nei	Ja	Potensielt
Organisatoriske	Ja	Nei	Nei	Ja	Midlertidig

Figur: 27. VRIO analyse. egen tilvirkning

8.2.4 SWOT-analyse

Ved å gjennomføre en SWOT-analyse kan vi kartlegge virksomhetens interne og eksterne faktorer. Vi har dannet et overordnet bilde over LSG sin attraktivitet og konkurranseposisjon i markedet, ved hjelp av finansiell analyse og diverse makroøkonomiske rammeverk. Videre vil det være fordelaktig å opparbeide ytterligere kontroll over bedriftens styrker og svakheter, men også potensielle markedsmessige muligheter og trusler. Derfor kan vi anse SWOT-analysen som et oppsummerende rammeverk for allerede gjennomførte utredninger.

Interne faktorer	
Styrker	Svakheter
<ul style="list-style-type: none"> - Vertikal integrasjon - Stordriftsfordeler - Kapitalsterke - Lav rentebærende gjeld - Solid balanse - Positiv lønnsomhetsutvikling - Over bransjesnittet på EBIT/KG - Bred verdikjede - Høy verdiskapning 	<ul style="list-style-type: none"> - Lite differensierbare produkter - Teknologisk utvikling - Lav historisk ROIC - Dårlig utnyttelse av konsesjoner - Kostnader knyttet til Lerøy Sjøtroll

Eksterne faktorer	
Muligheter	Trusler
<ul style="list-style-type: none"> - Landbasert oppdrett - Teknologisk paradigmeskifte - Økt helsefokus - Etterspørselsvekst - Populasjonsvekst - Miljømessige faktorer - Høy inngangsbarriere - Økende nasjonal snittbesparelse - Positiv nasjonal- og internasjonal økonomisk utvikling - Høy valutaeksponering 	<ul style="list-style-type: none"> - Politiske uroligheter - Myndighetenes restriksjoner - Høy fiskedødelighet - Landbasert oppdrett - Høy konkurranseintensitet blant de internasjonale aktørene - Lakselus - Kapitalkrevende marked - Økende rentenivåer - Økt arbeidsledighet - Miljømessige faktorer - Covid-19 bivirkninger - Høy valutaeksponering

Tabell 28: SWOT analyse, egen tilvirkning

9.0 Prognoser

Hittil i denne oppgaven har vi fokusert på historisk informasjon og regnskapsdata. Vi vil i dette kapittelet estimere en prognose for det fremtidige resultat- og balanseregnskapet ved hjelp av historisk regnskapsdata fra kapittel 5-og 6, samt den strategiske analysen i kapittel 7. Dette vil gi grunnlag for DCF-analysen og videre verdivurdering i kapittel 9.

9.1 Prognosemetode

I vår prognose har vi anvendt en salgsdrevet prognosemetode. Ved anvendelse av denne metoden legger man til grunn at ulike regnskapsposter, som for eksempel driftskostnader og investeringer er drevet av forventet aktivitetsnivå (salgsvekst) (Christian Petersen et al., 2017, s.254). Majoriteten av omsetningen til LSG er basert på salg av laks. Vi vil derfor estimere fremtidige salgsinntekter med en kombinasjon av slaktevolum og laksepris. Ved å anvende fremtidig slaktevolum som en del av salgsestimeringen vil vi kunne estimere driftskostnader som en prosent av salgsinntektene. Dette vil styrke analysen.

LSG informerer i sin årsrapport at cirka 60 prosent av omsetningen består av salg og foredling av laks. Vi vil derfor anvende omsetningsvekst i laks som verdidriver for salgsinntektene. Detaljer rundt denne fremgangsmåten fremkommer i delkapittel «8.3.3 Konklusjon salgsinntekter».

9.2 Prognoseperiode

Ved beregning av prognoseperiode er det anbefalt at man anvender en 10-15 år lang prognoseperiode for sykliske selskaper. Ved en anvendelse av en kort periode som for eksempel fem år, kan det resultere i en urettmessig lav verdsettelse (Tim Koller et al., 2020, s.270). Anbefalingen tatt i betraktning har vi likevel funnet det hensiktsmessig å anvende en prognoseperiode på syv år, med terminalverdien i år syv. Grunnlaget for valg av lengde for prognoseperiode er:

- (1) LSG er i en fase hvor de har gjennomført store investeringer i eksempelvis RAS-anlegg. Dette vil materialisere seg ved større slaktevolum og derav bedre utnyttelse av konsesjonstillatesene. Dette

mener vi vil føre til en vekst i omsetning som vil avta og stabilisere seg innen syv år.

- (2) Omsetningen er som nevnt hovedsakelig basert på lakseprisen og slaktevolumet til LSG. Anvender man en periode på 15 år skaper det mye usikkerhet i verdsettelsen da man ikke vet hvordan laksemarkedet ser ut om 15 år.

9.3 Prognose av resultatregnskapet

Nedenfor ser vi et kortfattet sammendrag av det estimerte resultatregnskapet til LSG. Vi vil forklare forutsetningene for de ulike verdidriverne nærmere i de etterfølgende delkapitlene.

Tall i Millioner NOK	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Salgsinntekter	23 831	24 862	27 392	28 334	28 898	30 114	32 164
Totale driftkost	20 375	21 257	23 420	24 226	24 708	25 748	27 501
EBIDTA	3 455	3 605	3 972	4 108	4 190	4 367	4 664
Avskrivninger	1 192	1 243	1 370	1 417	1 445	1 506	1 608
EBIT	2 264	2 362	2 602	2 692	2 745	2 861	3 056
Skatt på EBIT	498	520	572	592	604	629	672
NOPAT	1 766	1 842	2 030	2 100	2 141	2 231	2 383
Netto finans før skatt	133	141	155	160	163	170	182
-Skatt av finansielle poster	29	31	34	35	36	37	40
Netto finans etter skatt	104	110	121	125	127	133	142
Årsresultat	1 870	1 952	2 150	2 224	2 269	2 364	2 525

Figur: 29. Prognose av resultatregnskapet (egen tilvirkning)

9.3.1 Slaktevolum

Historisk sett har LSG hatt en relativt lav prosentvis vekst på slaktevolum. En av faktorene for dette er regulering. De siste 10 årene kan vi se en gjennomsnittlig årlig økning på 0,57 prosent i antall nye konsesjoner for matfisk (*Akvakulturstatistikk, 2020*). Selskapet selv sier den lave veksten på slaktevolum stammer fra dårlig utnyttelse av nåværende konsesjoner, og mener det er store vekstpotensialer. (*Årsrapporter - Lerøy Seafood Group, 2019.*)

År	Høstet volum	Prosentvis endring
2020	170 849	8,01 %
2019	158 178	-2,38 %
2018	162 039	2,71 %
2017	157 767	5,05 %
2016	150 182	-4,77 %
2015	157 697	-0,35 %
2014	158 258	9,31 %
2013	144 784	-5,62 %
2012	153 403	N/A
Gj.snitt	157 469	1,49 %

Figur: 30. Historisk høstet volum med prosentvis endring. (Årsrapporter LSG, egen tilvirkning)

LSGs mulighet for fremtidig økning av slaktevolum påvirkes av antall konsesjoner utdelt og selskapets evne til å optimalisere slaktevolumet innenfor

konsesjonene. LSG har en vertikal verdikjede som de har investert mye i de siste årene. Herunder egne smolt og postsmolt produksjonsanlegg. Anleggene har potensial til å øke konkurransekraften til LSG gjennom å redusere produksjonstid og kostnader samt øke utnyttelsen av eksisterende eiendeler. Et smoltanlegg med kapasitet på 4000 tonn biomasse er under produksjon. Anlegget er forventet ferdigstilt og fullt utnyttet i løpet av 2021. Videre er selskapet i forhandlinger for et nytt RAS-anlegg som er forventet ferdigstilt i 2023. Anlegget skal gi en økt produksjon på 8 -10 000GWT (Gutted Weight Tons). Kort sagt vil et RAS-Anlegg kunne gi bedre energiutnyttelse gjennom resirkulering av vannet. Anlegget vil også gi muligheten for en styring av temperaturen og vannkvalitet, noe som vil sørge for en mer forutsigbar og kontrollert produksjon. Hvis investeringen går som planlagt, vil dette være en positiv faktor for fremtidig produksjonsvekst. (Røyeforum, 2021.)

LSG estimerer en høy vekst for forventet slaktet volum i 2021 på 205-210 000 tonn. (*Kvartalsrapporter - Lerøy Seafood Group, 2020.*)

Selskapet har en guiding for 2021 på 205-210 000 tonn, dette er en økning på ca. 20-23 prosent. Vi ser positivt på LSG sin guiding, men med tanke på konsesjonsreguleringer, biologiske og driftsmessig begrensninger ansees estimatet på 205-210 000 slaktet tonn som for optimistisk. Vi finner det derfor hensiktsmessig med en nedjustering. Når det er sagt, så har 2021 startet bra, blant annet med en sterk etterspørselsvekst fra Kina som nevnt i «8.2.1 *PESTEL*», økt biomasse og flere vekstmuligheter gjennom nye anlegg i nær fremtid. Anleggene kan bidra til å redusere svinn og dermed bedre utnyttelsen av konsesjoner.

LSG oppleves som et fremoverlent selskap, og på grunnlag av informasjon vedrørende fremtidsplaner, estimerer vi en gjennomsnittlig volumvekst på 6,74 prosent de neste fem årene. Her forventer vi en større økning gitt ferdigstilling av anlegg i år 2021 og 2023.

År	Volumprognose	Prosentvis endring
2021	200000	17,06 %
2022	205000	2,50 %
2023	225000	9,76 %
2024	230000	2,22 %
2025	235000	2,17 %
2026	242000	2,98 %
2027	250000	3,31 %
Gj.Snitt	226714	5,71 %

Figur:31. Volumprognoser på fremtidig høstet volum med prosentvis endring. (Egen tilvirkning)

9.3.2 Laksepris

LSG fremtidige kontantstrømmer påvirkes i stor grad av lakseprisen. Lakseprisen er preget av mye volatilitet grunnet flere eksterne faktorer. Det er med andre ord vanskelig å estimere fremtidig laksepris. I vårt forsøk på å estimere lakseprisen, har vi anvendt en multippel regresjonsanalyse med endring i tilbud og etterspørsel som forklarende variabler. Fra denne regresjonen får vi et matematisk uttrykk med koeffisientene vi trenger for å estimere endringen i laksepris. Vi vil sammenligne disse tallene med «forward» prisene til pålitelige prisindekser som Fishpool og Intrafish for å sørge for at estimatene er innenfor en generell markedskonsensus.

Regresjonsanalyse

Regresjonsanalysen vår baserer seg på data for nominell endring i globalt tilbud av laks og nominell etterspørsel etter norsk atlantisk laks. Data for endring i etterspørsel er hentet fra SSB. Informasjon for endring i tilbud har vist seg å være vanskelig å innhente, da profesjonelle analyseselskaper tar betalt for denne informasjonen. Vi har derimot funnet globalt tilbudsdata i årsrapporten til Mowi og anvender denne for vår analyse. Data for nominell prisendring er hentet fra Fishpool. Grunnet mangel på tilgjengelig historisk data, strekker modellen seg tilbake til 2012. Dette er et lavt antall observasjoner å basere analysen på, og vi anerkjenner dette som en svakhet i modellen. Fra regresjonsanalysen får vi følgende parametere og funksjonsuttrykk.

Figur: 32. Regresjon laksepris (egen tilvirkning, SSB, Årsrapport Mowi 2012-2020)

Regresjonsanalyse	Koeffisienter	P-verdi
Skjæringspunkt	0,1763	0,0897
▲ Tilbud	-0,2625	0,9033
▲ Etterspørsel	-2,3280	0,3016
R^2	0,6529	

$$\text{▲ Laksepris} = 0,1762 - 0,2625 \times \text{▲ Tilbud} - 2,3280 \times \text{▲ Etterspørsel}$$

Forklaringskraften til regresjonsmodellen er 65 prosent. Dette betyr at 65 prosent av endringen i laksepris skyldes endringen i tilbud og etterspørsel. En forklaringskraft på 65 prosent gir en god indikasjon på at modellen reflekterer markedskreftenes påvirkning av lakseprisen. Hadde man hatt tilgang til større mengder data, kunne forklaringskraften vært større. Anvender vi parameterne

fra funksjonsuttrykket over, kan vi estimere et anslag for fremtidig laksepris. Følgende resultater ble generert ved bruk av ligningen.

År	▲Laksepris	Estimert Laksepris (NOK)	▲Tilbud	▲Etterspørsel
2020	-6,22 %	55,48	5,20 %	-0,06 %
2021E	4,57 %	58,02	3,00 %	5,00 %
2022E	1,72 %	59,01	5,00 %	6,00 %
2023E	0,16 %	59,11	6,50 %	6,50 %
2024E	0,03 %	59,13	7,00 %	6,50 %
2025E	-1,27 %	58,38	7,50 %	7,00 %
2026E	1,19 %	59,08	7,00 %	6,00 %
2027E	3,39 %	61,08	7,50 %	5,00 %
Gjennomsnitt	1,04 %	58,73	6,21 %	6,00 %

Figur: 33. Estimert laksepris (egen tilvirkning)

Resultatene viser at lakseprisen vil ligge på et område rundt 58-60 NOK.

Forward-prisene til Fishpool stopper ved år 2023. Her estimerer de en laksepris på 58,50 NOK, i motsetning til vårt estimat på 59,11 NOK. Dette illustrerer at estimatene er på linje med konsensusen i markedet og kan anvendes i vår analyse.

9.3.3 Konklusjon salgsinntekter

Etter estimering av laksepris og slaktevolum har vi nå generert grunnlaget vi trenger for å estimere den fremtidige omsetningen til LSG. Salg av hel- og foredlet laks stod i 2019 for cirka 61 prosent av omsetningen (*Årsrapport, 2020, 2021*). Dette betyr at hvit fisk, ørret og annen sjømat stod for 39 prosent, og vi kan derfor ikke bruke laks som inntektskilde alene. Av den grunn vil vi anvende årlig omsetningsvekst i laks som verdidriver for den totale omsetningen til LSG. Denne metoden sørger for at man tar hensyn til andre inntektskilder som hvit fisk og skalldyr.

9.3.4 Andre Verdidrivere

EBIDTA

Prognosen for Earnings Before Taxes, Depreciation & Amortisation (EBIDTA) blir estimert ut ifra historisk EBIDTA-margin. Marginen blir kalkulert ved å ta historisk EBIDTA som prosent av salgsinntekter. Historisk sett har EBIDTA-marginen variert fra 30 prosent, ned til 9 prosent. Vi bemerker oss at marginen er spesielt høy ved gode år for norsk laksepris som 2016 og 2018. Dette fremstår som naturlig, da driftskostnadene ikke nødvendigvis blir høyere som følge av høy laksepris. Den gjennomsnittlige historiske EBIDTA-marginen er 16,05 prosent. Vi reduserer estimatet med 1,5 prosentpoeng til 14,5 prosent for

å korrigere for høye verdier i datasettet som 2016 og 2018. Justeringen kommer også som følge av de operasjonelle kostnadene som vil øke i takt med investeringene i nye smoltanlegg, RAS-anlegg og hvitfisk (*Kvartalsrapport Q1, 2021*). Dette vil føre til høyere personalkostnader, samt andre driftskostnader, og vil senke EBIDTA-marginen noe. Vi er komfortable med å estimere en slik økning i driftskostnader, da LSG historisk sett har resultatført store økninger i driftskostnader, noe som tilsier at vårt estimat er rimelig.

Driftskostnader

For å estimere de fremtidige driftskostnadene trekker vi EBIDTA-marginen i fra salgsinntektene (Christian Petersen et al., 2017, s.255).

Avskrivninger

Vi har estimert prognosene for avskrivninger basert på den historiske avskrivningssatsen. Denne regner vi ut ved å ta avskrivninger i prosent av immaterielle og materielle eiendeler (Christian Petersen et al., 2017, s.255). Den historiske avskrivningssatsen har holdt seg stabil, og vi kalkulerer et gjennomsnitt av disse satsene. Her får vi en avskrivningssats på 5 prosent som vi anvender som en konstant avskrivningssats for hele prognosen.

Skatt

Ved vurdering av hvilken skattesats man skal anvende i analysen kan det fremstå som hensiktsmessige å anvende den effektive skattekostnaden for LSG. Den effektive skattekostnaden til LSG har vært varierende. Vi finner det derfor mest konsistent å anvende selskapskatten i Norge på 22 prosent, da dette er anvendt i vårt WACC estimat, samtidig som dette sammenfaller med delkapittel «5.3 Konsistensbetingelser».

9.5 Prognose av balanseposter

Salgsinntektene er nå estimert for hele prognosen og vi vil videre adressere verdidrivere for den estimerte balansen. De fleste postene i balansen blir estimert som en prosentsats av salgsinntektene. NIBD blir estimert som prosentsats av immaterielle og materielle eiendeler.

9.5.1 Netto Arbeidskapital

Arbeidskapital er kapital som bindes opp i forbindelse med daglig drift, hvor vi ser bedriftens disponible likviditet etter kortsiktige forpliktelser og oppgjorte fordringer (Yngve Kaldestad & Bjarne Møller, 2016, s.192)

Bedrifter er helt avhengig av å ha tilstrekkelig likviditet til å betale kortsiktig betalingsforpliktelser. På den andre siden kan en reduksjon i arbeidskapital føre til en økt kontantstrøm, friggi kapital fra balansen og dermed også øke verdien på selskapet. (Skarbøvig, 2020.)

Historisk	2016		2017		2018		2019		2020	
Netto AK	kr	6 732 352,00	kr	4 871 847	kr	6 313 154	kr	6 157 311	kr	5 677 642
Salgsinntekt	kr	17 269 278,00	kr	18 623 515	kr	19 837 637	kr	20 426 902	kr	19 966 221
Netto AK/Salgsinntekt		39 %		26 %		32 %		30 %		28 %
		Historisk gj.snitt (2007-2020)						28 %		

Figur:34. Historisk arbeidskapital i prosent av salgsinntekter (Regnskapstall fra proff forvalt, egen tilvirkning).

I tabellen over ser man den historiske utviklingen av arbeidskapital i forhold til salgsinntekter for LSG i de siste 5 årene. Historisk har selskapet hatt en prosentvis arbeidskapital på 28 prosent av salgsinntektene. Arbeidskapitalen blir påvirket av varebeholdningen, og som vi kan se fra tabellen hadde LSG en stor økning i arbeidskapital i 2016. Dette kommer fra en økning i varelager som følge av verdijustering av biomassen som igjen er et resultat av høy laksepris.

Fremover har selskapet gjort en rekke investeringer for å stadig kunne optimalisere driften og varelageret, eksempelvis gjennom nye anlegg som resulterer i kortere og mer kontrollerbar produksjonstid. Trenden vi ser de siste fire årene er at LSG har hatt en svak nedgang i arbeidskapitalprosent av salgsinntekt i forhold til gjennomsnittet. Denne trenden forventes å ville fortsette, da stadig nye og mer kontrollerbare anlegg ferdigstilles (Årsrapport, 2020, 2021). Dette kan tyde på at prognosen for fremtidig prosentvis arbeidskapital burde nedjusteres i forhold til historiske tall. Derimot kan vi se i Cash Conversion Cycle analysen at LSG har hatt en liten økning i kredittid for kunder de siste 8 årene, noe som kan tyde på at de ikke aktivt jobber for å optimalisere arbeidskapitalen. Kredittiden kan være et aktivt valg av ledelsen, da de ser det er lønnsomt slik det er i dag. I forhold til

sammenlignbare selskaper ser vi likevel et mulig forbedringspotensial, som taler for en oppjustering av prognosen.

Som vist ved estimatet for salgsinntekter vil LSG ha en økning på 7,2 prosent i snitt de neste syv årene. Basert på begrunnelser nevnt over og historisk utvikling estimerer vi at forholdet mellom arbeidskapital og salgsinntekt vil holde seg stabilt i årene fremover med en arbeidskapitalprosent på 28 prosent.

Estimert	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Netto AK	kr 6 672 553	kr 6 961 284	kr 7 669 751	kr 7 933 588	kr 8 091 431	kr 8 431 932	kr 9 006 022
Salgsinntekt	kr 23 830 545	kr 24 861 730	kr 27 391 969	kr 28 334 244	kr 28 897 967	kr 30 114 041	kr 32 164 364
Netto AK/Salgsinntekt	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %

Figur:35. Prognose for arbeidskapital i prosent av salgsinntekter (Egen tilvirkning).

9.5.2 Reinvesteringer: Materielle og Immaterielle eiendeler

For å kunne være konkurransedyktig i en bransje som er i stor endring er det viktig å reinvestere i selskapet. Dette er essensielt for utvidelse og opprettholdelse av drift (Tim Koller et al., 2020, s.236).

Historisk	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Salgsinntekter	kr 13 484 931	kr 17 269 735	kr 18 619 588	kr 19 879 978	kr 20 454 147	kr 19 966 221
Immaterielle og materielle eiendeler	kr 6 288 164	kr 10 144 740	kr 11 872 442	kr 13 367 548	kr 14 247 428	kr 15 475 894
%	47 %	59 %	64 %	67 %	70 %	78 %
Gjennomsnitt	67 %					

Figur:36. Historisk reinvestering i prosent av salgsinntekter (Regnskapstall fra proff forvalt, egen tilvirkning).

Fra tabellen over kan vi se at immaterielle og materielle eiendeler utgjorde i snitt 67 prosent av salgsinntektene. Dette brukes eksempelvis for å finansiere nye anlegg, maskiner og lisenser. Perioden 2017-2020 har hatt en økt refinansiering i forhold til periode 2012-2015. Dette stemmer godt med informasjonen fra selskapet, hvor det informeres om stadig nye anlegg og prosjekter i «pipelinen».

I 2016 kan vi se at selskapet hadde en økning i investeringskostnaden, noe som skyldes oppkjøp som nevnt i kapittel 7 «Lønnsomhetsanalyse». Basert på de historiske tallene ser man også at store oppkjøp ikke er vanlig, selv om det forekommer. Prognosen for fremtidig investering baseres på gjennomsnittet i forhold til salgsinntekt de siste fem årene, og på grunn av året 2016 blir dette tallet relativt stort. Vi velger å anvende dette forholdstallet grunnet selskapets investeringsstrategi, da vi ikke vil utelukke at flere oppkjøp kan forekomme.

Estimert	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Salgsinntekter	kr 23 830 545	kr 24 861 730	kr 27 391 969	kr 28 334 244	kr 28 897 967	kr 30 114 041	kr 32 164 364
Immaterielle og materielle eiendeler	kr 15 728 159	kr 16 657 359	kr 18 352 619	kr 18 983 943	kr 19 361 638	kr 20 176 408	kr 21 550 124
%	67 %	67 %	67 %	67 %	67 %	67 %	67 %

Figur:37. Prognose for reinvestering i prosent av salgsinntekter (egen tilvirkning).

Fra tabellen over ser man en estimering av LSGs reinvestering i selskapet de neste syv årene. Her har vi satt et forhåndstall på 67 prosent, med utgangspunkt fra tidligere beregninger.

9.5.3 Netto rentebærende gjeld (NIBD)

Den rentebærende gjelden (IBD) til LSG står for cirka 50 prosent av den totale gjeldsposten. NIBD har, prosentvis, fluktuert mye. Dette gjør det vanskeligere å estimere en god prognose av balansen. Endringene i NIBD skyldes hovedsakelig ytterligere investeringer i konsesjoner, bruksrett-eiendeler og varige driftsmidler (Lerøy, 2021). De siste fire årene har NIBD ligget mellom 12 -19 prosent av investert kapital. Gjennomsnittet av dette intervallet er 14,8 prosent og vi vil anvende dette som en konstant rate for prognosen.

9.6 Prognose evaluering

Det er nødvendig at de viktige nøkkeltallene som underbygger prognosene av resultatregnskapet og balanseregnskapet er realistiske. Et viktig steg i verdsettelsesprosessen er derfor en evaluering av prognosene (Christian Petersen et al., 2017, s.278). Vi vil derfor sammenligne den gjennomsnittlige historiske totalkapitalrentabiliteten (ROIC) de siste syv årene med samme nøkkeltall for prognoseperioden. Vi anvender ROIC, da dette er et nøkkeltall for overordnet lønnsomhet for hele selskapet.

ROIC	
Prognose	8,0 %
Historisk	10,2 %

Figur: 38. Evaluering av prognosen (egen tilvirkning)

Som illustrert over ser man at prognosen for ROIC er 2 prosentpoeng lavere enn det historiske gjennomsnittet. Ifølge Petersen (2017) kan dette indikere at prognosen er for pessimistisk. Differensen i ROIC forklares ved antagelsen om økte investeringer i prognoseperioden som igjen vil reflekteres i balansen. Vi mener derfor at estimatet er realistisk og reflekterer antagelsene som er tatt i tidligere delkapitler.

10. Verdiberegning

10.1 DCF (Discounted Cash Flow)

I tabellen nedenfor ser vi DCF-analysen for LSG. Vi antar en vekstrate på 2 prosent for terminalperioden og anvender en total kapitalkostnad på 5,29 prosent. Analysen verdsetter egenkapitalen til LSG til 51,59 milliarder kroner. Dette gir en aksjekurs på 86,59 NOK - 43 prosent høyere enn aksjekursen på 60,56 NOK per 31.12.2020. Det skal nevnes at kapitalmarkedene ikke hadde tilgang til regnskapet for fjerde kvartal den 31.12.2020. Denne rapporten ble utgitt 19. februar og aksjekursen steg til 68,22 samme dag. Analysen indikerer da en oppside på 27 prosent.

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
NOPAT	1 765 843	1 842 254	2 029 745	2 099 567	2 141 339	2 231 450	2 383 379
+Avskrivninger	1 191 527	1 243 087	1 369 598	1 416 712	1 444 898	1 505 702	1 608 218
- ▲ Arbeidskapital	994 911	288 732	708 467	263 837	157 842	340 501	574 090
- ▲ Immatrielle og matrielle eiendeler	252 265	929 200	1 695 260	631 324	377 694	814 770	1 373 716
FCFF	1 710 195	1 867 409	995 616	2 621 119	3 050 701	2 581 882	2 043 791
WACC	5,29 %	5,29 %	5,29 %	5,29 %	5,29 %	5,29 %	5,29 %
Diskonteringsfaktor	0,950	0,902	0,857	0,814	0,773	0,734	0,697
Nåverdi av FCFF	1 624 271	1 684 478	852 964	2 132 741	2 357 567	1 895 019	1 424 711
Sum nåverdi	11 971 750						
Terminalperiode per 2027	62 121 322						
Nåverdi terminalperiode per 31.12.2020	43 304 279						
EV per 31.12.2020	55 276 029						
NIBD pr 31.12.2020	3 520 767						
Markedsverien av egenkapitalen	51 755 262						
Aksjepris	86,87						

Figur: 39. DCF-analyse (egen tilvirkning)

Estimatet illustrerer en framtid der LSG klarer å utnytte konsesjonene sine bedre ved å øke biomassen gjennom investeringer. Høyere slaktevolum kombinert med en estimert stabil laksepris, gir grunnlaget for kursestimatet på 86,59 NOK.

10.2 Relativ Verdsettelse

DCF analyse sees på som den mest nøyaktige- og fleksible metoden for verdsettelse. For å teste denne metoden og for å få ytterligere innsikt i verdsettelsen anvender vi også multipler. Dette kalles relativ verdsettelse, og metoden beregner verdien av et selskap basert på prisingen av sammenlignbare selskapers inntjening (Christian Petersen et al., 2017, s.318). Gjennom oppgaven referer vi til sammenlignbare selskaper for å se hvordan LSG presterer i forhold til de respektive selskapene. Disse selskapene blir også brukt i dette sammenligningsgrunnlaget, men vi har valgt å legge til flere selskaper for å ytterligere øke sammenligningsgrunnlaget. Dette gjør vi, da det er helt

essensielt for analysen å ha selskaper som er sammenlignbare med virksomheten man skal verdsette (Koller et al., 2020, s.389-391).

Multipler som ofte blir anvendt for å verdsette oppdrettsselskaper blir nevnt i kapittel 5.1.2 Relativ Verdsettelse.

Multiplene som blir brukt i denne analysen er EV/EBIT, P/E, EBIT/KG og EV/KG. Disse er valgt da vi mener EV/EBIT gir et mest helhetlig bilde av selskapet uten begrensingene til P/E. Vi velger fortsatt å inkludere P/E, da dette er den mest brukte multiplene. Videre er EBIT/KG og EV/KG to typiske multipler for å måle prestasjon i denne bransjen. EBIT/KG kan ikke direkte anvendes til estimering av aksjeprisen, men gir et godt bilde av selskapets evne til å utnytte ressurser.

EV/EBIT

Enterprise Value er som nevnt verdien av selskapet etter vi har lagt til NIBD. Denne multiplene er selskapsverdien delt på driftsresultat. Dette gir oss et forholdstall som vi kan bruke til å sammenligne LSG mot andre selskaper i samme bransje. I motsetning til EBITDA er nedskrivninger og avskrivninger inkludert. I henhold til Koller er EV multipler mer troverdig enn for eksempel P/E. Dette da den finansielle strukturen i selskapet inkluderes (Koller et al., 2020, s.390).

Price/Earnings

Price/Earnings multiplene er den mest brukte og misbrukte av alle multiplene. Den er simpel å anvende, noe som gjør den attraktiv ved alt fra prising av selskaper før børsnoteringer til relativ verdsettelse. Den tar derimot ikke i betraktning de fundamentale finansielle strukturene til selskapet. Price/Earnings er forholdet mellom markedsprisen per aksje og årsresultatet per aksje (Aswath Damodaran, 2012, s.468).

EV/KG

Her deles selskapsverdien på GWT (Gutted Weight Ton). Forholdstallet viser hvor mye en investor er eksponert mot det totale slaktevolumet til selskapet. Er EV/KG høyt i forhold til bransjen er aksjen dyr og vice versa. Det er viktig å bemerke seg at tallet baserer seg på slaktet laks. Hvis selskaper utøver andre aktiviteter utenfor oppdrett, må dette lukes bort for å få et relevant sammenligningsgrunnlag (Berge, 2013).

EBIT/KG

Denne multiplen er et fint verktøy for å se hvor høy fortjeneste en bedrift klarer å få per kilo slaktet laks. I oppdrettsbransjen er det begrenset med lisenser og for selskaper er det viktig å kunne utnytte gitte ressurser best mulig. Her er det ønskelig med en høy multipl. Fra lønnsomhetsberegningen i delkapittel «7.2.3 EBIT/kg» kan man se at LSG hadde en EBIT/KG multipl på 11,04 kroner i 2020 i motsetning til bransjegjennomsnittet på 10,00 kroner.

Konklusjon Relativ Verdsettelse

Ved å ta det harmoniske gjennomsnittet av multipl analysene skal aksjekursen være 89,52 NOK den 31.12.2020. EBIT/KG er som nevnt et viktig mål for prestasjon i lakseindustrien. LSG har et tilstrekkelig resultat, litt over gjennomsnittet, men er ikke bransjeleder. Derfor finner vi det ikke nødvendig med en oppjustering av aksjekursen. Det er viktig å merke seg at til tross for at selskaper kan være sammenlignbare, noe som er et krav for bruk av multipler, så er ingen identiske. Resultatet kan derfor brukes som en indikator, men bør ikke ses på som en fasit.

	EV/KG	EV/EBIT	P/E
LSG	231,79	20,31	24,6
Salmar	383,59	20,60	24,3
Mowi	263,59	57,41	38,83
Greig	157,84	58,44	0,0
Bakkafrost	450,53	55,86	53,60
NRS	348,29	35,13	48,3
Harmonisk gj.snitt	280,47	38,63	33,00
Aksjekurs LSG	80,47	120,50	78,20
		Harmonisk gj.snitt	89,52

Figur 40: Resultat relativ verdsettelse (egen tilvirkning).

11. Usikkerhetsbetraktninger

11.1 Sensitivitetsanalyse

En verdsettelse bør alltid suppleres med en sensitivitetsanalyse som undersøker ulike konsekvenser ved verdsettelsen når man endrer viktige verdidrivere (Petersen, 2017, 334). Sensitivitetsanalysen baseres på den fundamentale analysen, hvor vi endrer på nøkkeltallene i WACC, EBITDA og terminalvekst for å se hvordan dette kan påvirker aksjekursen.

WACC	Terminalvekst						
	0,5 %	1,0 %	1,5 %	2,0 %	2,5 %	3,0 %	3,5 %
4 %	89,72	102,13	119,51	145,58	189,03	275,92	536,61
5 %	68,59	75,36	84,07	95,68	111,93	136,31	176,95
5,29 %	64,11	69,93	77,28	86,87	99,9	118,61	147,78
6 %	55,12	59,27	64,34	70,68	78,82	89,69	104,9
7 %	45,77	48,51	51,75	55,63	60,38	66,31	73,94

Figur: 41. Sensitivitetsanalyse – konsekvensene ved å endre WACC og terminalvekst (egen tilvirkning).

Fra analysen over kan vi se at det skiller mye mellom ekstremalpunktene. Dette illustrerer at selskapet i høy grad blir påvirket av endringer i valgte nøkkeltall, hvor aksjekursen går fra 45,77 til 536,61. Tidligere i oppgaven har vi satt kapitalkostnaden til 5,29 prosent og en terminalvekst på 2 prosent. Dette begrunner vi på bakgrunn av historikken til selskapet og utviklingen til den norske økonomien.

EBITDA	Terminalvekst						
	0,5 %	1,0 %	1,5 %	2,0 %	2,5 %	3,0 %	3,5 %
10 %	27,2	29,8	33,09	37,39	43,22	51,59	54,43
12,0 %	43,6	47,64	52,73	59,38	68,41	81,38	85,91
14,5 %	64,11	69,93	77,28	86,87	99,9	118,61	131,57
16,0 %	76,41	83,3	92,01	103,37	118,79	140,95	148,89
18 %	92,82	101,14	111,65	125,36	143,98	170,74	180,38

Figur: 42. Sensitivitetsanalyse – konsekvensene ved å endre EBITDA og terminalvekst (egen tilvirkning).

Fra analysen over kan vi se hvordan driftseffektiviteten og generell vekst påvirker aksjekursen. Her kan vi lese av ulike scenarioer ved en endring i EBITDA og terminalvekst. Øker terminalveksten til 2,5 prosent mens, EBITDA synker til 12 prosent, får vi en nedjustering på estimert aksjepris til 68,41 NOK.

11.2 Scenario Analyse

Fremtiden kan ingen forutse, og det er flere usikkerhetsmomenter ved vår DCF-analyse som kan påvirke aksjeprisen til LSG. I denne delen vil vi se på endringen i aksjeprisen, som følge av prognoseendringer i DCF-analysen. De underliggende antagelsene i analysen baserer seg på økt slaktevolum og en stabil laksepris på cirka 60 kroner. Derfor finner vi det hensiktsmessig å gjennomføre en ny DCF- analyse for å se effekten av et lavere slaktevolum og en lavere laksepris. Vi vil nå anta at LSG klarer å oppnå 210 000 tonn slaktet laks først i 2027, og at lakseprisen holder seg på 50 kroner gjennom denne perioden. LSG har guidet 210 000 tonn for 2021, vi mener at dette er innenfor rekkevidde. Vårt alternative scenario er derfor å anse som et «worst case»-scenario. I tabellen under ser vi variablene som blir anvendt for vårt alternative scenario.

Variabler	Base Case	Alternativt Scenario
Slaktevolum ved 2027	250 000 GWT	210 000 GWT
Gjennomsnittelig laksepris	58,73	50
EBIDTA margin	14,50 %	8 %
Reinvesteringsrate	67 %	67 %
WACC	5,29 %	5,29 %
Terminalvekst	2 %	2 %
Aksjepris	86,87	58,44

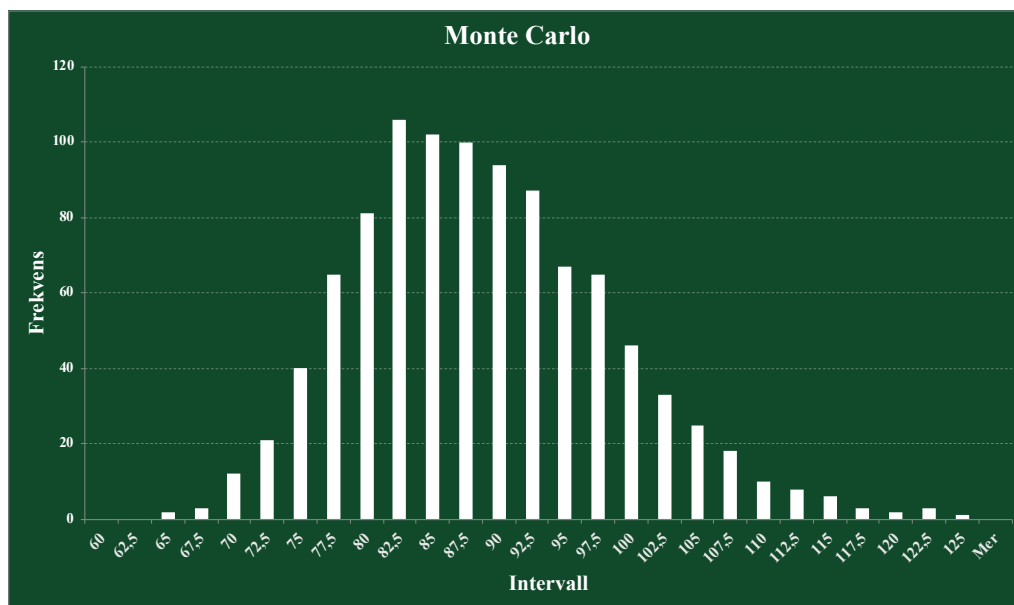
Figur: 43. Scenario analyse (egen tilvirkning)

Dersom dette scenarioet inntreffer, resulterer det i en aksjekurs lik 58,44 NOK; 32,27 prosent lavere enn estimatet vi fikk fra vår originale analyse. Den viser derimot en 3,5 prosents nedside fra kursen per 31.12.2020 på 60,56 NOK. Dette kan tyde på at det er en god «risk/reward» i aksjen, da en 3,5 prosent nedside er en god asymmetrisk oppside for LSG. Vi ser på det alternative scenarioet som realistisk, da det kan oppstå problematikk rundt den økende utnyttelsen av konsesjonene, som for eksempel med lakselus.

11.3 Monte Carlo simulering

Monte Carlo simulering er en metode som bruker tilfeldige tall til å forstå egenskapene og utfallet av kompliserte systemer som store økonomiske beregningsmodeller. Ved Monte Carlo simulering beregner man mange scenarier av den økonomiske modellen ved gjentatte ganger å velge verdier fra en forhåndsdefinert sannsynlighetsfordeling knyttet til hver av modellens usikre variabler. Det er et poeng at valget fra sannsynlighetsfordelingene skjer

tilfeldig og at tallene som bestemmer valget, har egenskapen at de er kommet i stand uavhengig av hverandre og dermed danner en uniform fordeling (Osmundsen, 2005). Input til modellen bestemmes altså av hvilke verdier som er trukket ut, hvor hver beregning utgjør et scenario med et tilhørende beslutningsresultat (Osmundsen, 2005). I vår analyse har vi anvendt Excel til å utarbeide en Monte Carlo simulering av DCF-analysen estimert i kapittel 9. Det er simulert 1000 tilfeldige utfall av LSGs aksjepris der vi har testet hvordan endringer i variabler som er anvendt i DCF-analysen påvirker aksjeprisen. Resultatet er illustrert i modellen under. For detaljer om hvilke verdier som er anvendt for simulasjonen, se vedlegg.



Figur: 44. Monte Carlo simulasjon (egen tilvirkning)

Variablene vi har valgt å teste i Monte Carlo simuleringen er følgende:

(1) EBIDTA-margin, (2) Avskrivningssats, (3) Endringer i immaterielle og materielle eiendeler, (4) WACC og (5) Terminalvekst.

Ved anvendelsen av DCF-analysen ble det estimert en aksjepris på 86,59 NOK. Etter simuleringen er gjennomsnittet av aksjeprisen 88,52 med et standardavvik på 10,37. Verdier mellom 80-100 kroner ble registrert 748 ganger, med andre ord 74,8 prosent av datasettet. Dette gir oss en indikasjon på at simuleringen er i samsvar med våre fundamentale analyser om at LSG er priset for lavt i markedet. I illustrasjonen over bemerker vi oss at halen til histogrammet er lenger på høyre siden. Dette kan indikere at gjennomsnittet er høyere enn medianen til analysen.

11.4 Mulige realopsjoner

Vi har tidligere i oppgaven diskutert hva realopsjonsteorien omhandler, samt hovedutfordringene knyttet til NV-metoden. Vi kom frem til at fordelen ved å bruke realopsjonsmodeller ved verdsettelse av virksomheter, er at vi kan vurdere verdien av bedriftens fleksibilitet knyttet til realinvesteringer. Videre er det fordelaktig å vurdere LSG sin posisjon i forbindelse med potensielle utsettelse av investeringer, grunnet eksempelvis lønnsomheten til prosjektet. Vi har nevnt flere ganger at LSG har hatt fokus på både organisk vekst, men også ekspansjon gjennom oppkjøp. Vi kan derfor fastslå at LSG er en adaptiv virksomhet med stor grad av tilpasningsevne, basert på utviklingen i markedet. Hva har dette å si for LSG? Vi så blant annet i 2016, at det ble gjort to oppkjøp av henholdsvis Havfisk ASA og Norway Seafoods AS, grunnet store utviklingspotensialer i spesielt hvitfiskmarkedet. Dette viser at LSG kan tilpasse seg utviklingen i markedet, noe som er fordelaktig. Vi forutser derfor at ved eksempelvis ytterligere statlig reguleringer knyttet til havbasert oppdrett, kan LSG tilpasse seg gjennom å flytte større deler av produksjonen til landbaserte anlegg. Dette er typiske realinvesteringer som preger akvakulturbransjen.

Om lag 60 prosent av omsetningen til LSG er tilknyttet lakseoppdrettsnæringen. Dette er en bransje i stor utvikling, spesielt med tanke på teknologifremgangen. For LSG er det essensielt å kunne investere betydelige midler i forskning på ny teknologi og løsninger, for blant annet landbaserte oppdrettsanlegg. Dette anses som svært kapitalkrevende, i tillegg til at investeringene er nærmest utelukkende irreversible, med tanke på det begrensede behovet for denne type teknologi i andre markeder og bransjer. Til tross for usikkerheten tilknyttet nyutviklingen av teknologi, er det viktig at LSG har et ønske om å utvide sin fleksibilitet for å kunne skape konkurransefortrinn. De kan nemlig ikke belage seg på å kun optimalisere dagens fleksibilitet, da dette vil være lite gunstig på lang sikt.

Vi kan konkludere med at LSG har muligheten til å øke sin fleksibilitet ytterligere ved å øke realinvesteringene tilknyttet teknologiutvikling. Dette vil, slik som vi diskuterer under delkapittelet 4.4 realopsjonsteori, øke verdien av

LSG utover det NV-metoden tilsier. Dette henger sammen med at økt fleksibilitet har positiv korrelasjon med verdien av et selskap.

12. Drøfting av analyseresultat

På bakgrunn av DCF modellen, relativ verdsettelse og sensitivitetsanalysen har vi estimert en aksjepris på LSG, hvor analysen verdsetter egenkapitalen til LSG til 51,59 milliarder kroner. Dette gir en aksjekurs på 86,59 kroner, 43 prosent høyere enn aksjekursen på 60,56 kroner per 31.12.2020. Relativ verdsettelse og Monte Carlo simuleringen anvendes for å gi verdsettelsen et bedre fundament. De to sistnevnte analysene skal fungere som en indikator, hvor resultatet av analysene er henholdsvis 89,52 og 88,52.

DCF-modellen, som er hovedgrunnlaget til verdsettelsen, blir i stor grad påvirket av hvilken vekst og markedssituasjon vi har estimert for selskapet fremover. Estimater illustrerer en framtid der LSG klarer å utnytte konsesjonene sine bedre ved å øke biomassen gjennom investeringer. Høyere slaktevolum kombinert med en estimert stabil laksepris gir grunnlaget for kursestimatet på NOK 86,59. Beregnet selskapsverdi avviker fra markedsprisen per 31.12.2020 med 43 prosent. Det må nevnes at kapitalmarkedene ikke hadde tilgang til regnskapet for fjerde kvartal den 31.12.2020. Denne rapporten ble gitt ut 19. februar og aksjekursen steg til 68,22 samme dag. Analysen indikerer da en oppside på 27 prosent. Videre kan vi se fra ROIC analysen at våre prognoser i henhold til Petersen er pessimistiske. Differensen i ROIC forklares ved antagelsen om økte investeringer i prognoseperioden, som igjen vil reflekteres i balansen. Vi mener derfor at estimatet er realistisk.

Vi gjennomførte en strategisk analyse hvor vi kartla makroøkonomiske faktorer som kunne påvirke bransjen og LSG eksternt. Vi analyserte de nasjonale og internasjonale framtidsutsiktene økonomisk sett og hvordan dette eventuelt ville påvirke LSG i årene som kommer. Bransjen blir i høy grad påvirket av statlige reguleringer, i form av konsesjoner, som LSG selv innrømmer å ha vanskeligheter med å utnytte optimalt. Porter's fem krefter ga oss et innblikk i bransjens høye inngangsbarriere, som resulterte i større markedsandeler hos noen store aktører. Som nevnt tidligere i oppgaven, har vi diskutert viktigheten av økt fokus rundt teknologiutvikling. Dette kan føre til

nye konkurransefortrinn for LSG og dermed spille en avgjørende faktor for utviklingen av konsernet.

I sensitivitetsanalysen undersøker vi ulike konsekvenser for verdsettelsen når man justerer ulike verdidrivere. Sensitivitetsanalysen baseres på DCF-analysen, hvor vi endrer på nøkkeltallene i WACC, EBITDA og terminalvekst for å se hvordan dette vil påvirke estimatet. Konklusjonen var at små endringer på utvalgte nøkkeltall ga store utslag. Dette kan tyde på at det originale estimatet fra DCF-analysen er usikkert. Selv om vår subjektive mening er at 86,59 kroner er et velresonnert kursestimat erkjenner vi det faktum at det er umulig å forutsi fremtiden. Vi valgte derfor å beregne en prognose som skal vise en eventuell nedside.

I «worst case»-scenarioet gjennomførte vi en ny DCF- analyse for å se effekten av lavere slaktevolum og en lavere laksepris. Dersom dette scenarioet inntreffer, resulterer det i en aksjekurs lik 58,44 NOK, som tilsvarer 32,27 prosent lavere estimatet enn det vi fikk fra vår originale analyse. På bakgrunn av historikken til lakseselskaper og lakselus vet vi det kan oppstå problematikk rundt økende utnyttelse av konsesjoner. Det alternative scenarioet viser en 3,5 prosents nedside fra kursen per 31.12.2020 på 60,56 NOK. Dette tyder på en god «risk/reward» i aksjen da en 3,5 prosent nedside er en god asymmetrisk oppside for LSG.

Aksjens lave nedside ble også vist ved Monte Carlo simulasjonen hvor gjennomsnittet av aksjeprisen var 88,52 med et standardavvik på 10,37. Verdier mellom 80 -100 kroner ble registrert 748 ganger, med andre ord 74,8 prosent av datasettet. Dette gir oss ytterligere indikasjon på at simuleringen er i samsvar med våre fundamentale analyser som tilsier at LSG er priset for lavt i markedet.

Gjennom oppgaven anvender vi en rekke veletablerte teorier og setter visse forutsetninger for å komme frem til våre resultater. Resultatene som fremkommer er derfor ikke et fasitsvar, men en subjektiv antagelse om fremtidig verdi gjennom analyser som er forankret i teori. Våre estimater for fremtidig pris, etterspørsel, markedssituasjon og eventuelle risikoer er bygget

på historisk utvikling og informasjon fra troverdig kilder. Vi har etter beste evne forsøkt å tolke den aktuelle informasjonens relevans og trekke en velresonnert anbefaling.

13. Kritikk av analysen

Innledningsvis presenterer vi problemstilling og delproblemstilling. Her poengterte vi at vi ønsket å sammenligne oss med en reell investor/analytiker. Derfor baserer vi samtlige prognosedata på offentlig tilgjengelig informasjon. Dette kan svekke estimatets nøyaktighet.

Verdsettelse er ikke en fasit, men et estimat basert på offentlig informasjon, analyser og subjektive forutsetninger. Det er derfor sannsynlig at analytikere som gjør tilsvarende analyser vil komme frem til et annet svar. Blant profesjonelle aktører kan det forekomme stor spredning i kursmålene. Dette er et godt eksempel på at ulike forutsetninger vil påvirke resultatet.

I løpet av oppgaven oppdaget vi at tjenester som eksempelvis Proff Forvalt og Morningstar hadde avvikende nøkkeltall. Dette førte til at vi valgte å beregne nøkkeltallene selv for å få presis data for videre verdsettelse. Nøkkeltallene fra tjenestene ble derfor brukt som en indikator på egen utregning.

Videre vil vi påpeke at vi anvender en DCF-modell som grunnlag for analysen og estimering av kursmål. I en slik modell eksisterer det en rekke svakheter som gjør at troverdigheten til analysen kan svekkes. Eksempelvis er tallene i DCF-modellen kun basert på forutsetningene som settes av den respektive analytikeren. Grunnet subjektive antagelser, er analysen sensitiv for endringer. Dette blir belyst i vår sensitivitetsanalyse. For øvrig er det også en svakhet at terminalverdien utgjør en stor del av den totale verdien som blir estimert. I vår modell står terminalverdien for 78 prosent av den totale verdien av egenkapitalen. Dette kunne blitt forhindre ved en lengre prognoseperiode.

Videre har vi anvendt den estimerte lakseprisen samt vekst i slaktevolum som verdidriver for all vekst i salgsinntekter i prognoseperioden. Dette anses som en svakhet, da vi ikke inkluderer hvit fisk og skalldyr som står for 40 prosent av salgsinntektene til LSG. Av hensyn til tidsbruk og læringsutbytte har vi kun laget prognoser for laks, selv om korrekt fremgangsmåte her ville vært å analysere veksten i hvert segment.

Regresjonen som ble estimert i delkapittel 9.3 «Prognose av resultatregnskapet» har noen svakheter. Ved første øyekast ser vi at koeffisientene i regresjonen har lave p- og t-verdier, og vi må erkjenne at denne regresjonen mest sannsynlig ikke ville blitt anvendt i en profesjonell analyse. Eksempelvis får vi negative stigningstall for etterspørsel. Med andre ord viser regresjonen at lakseprisen vil synke dersom etterspørselen øker. Sett fra et økonomisk perspektiv gir ikke dette mening. Vi velger fortsatt å anvende regresjonen da vi får bekreftet at globalt tilbud og etterspørsel har en innvirkning på lakseprisen gjennom modellens forklaringskraft.

14. Konklusjon

I denne oppgaven har vi brukt følgende problemstilling:

«Hva er den fundamentale aksjeverdien for Lerøy Seafood Group ASA per 31.12.2020?»

Med påfølgende delproblemstilling:

«Bør den fiktive investor kjøpe, forbli nøytral eller selge Lerøy Seafood Group sin aksje per 31.12.2020?»

På bakgrunn av vår strategiske- og regnskapsmessige analyse, har vi utarbeidet en DCF-modell. Ved hjelp av denne modellen, samt relativ verdsettelse og Monte Carlo simulasjon, fikk vi følgende funn.

	DCF	EV/EBIT	EV/KG	P/E	Monte Carlo
Estimert pris	86,87	120,5	80,47	78,2	88,52
Pris per 31.12.2020	60,56	60,56	60,56	60,56	60,56
Avvik	43 %	99 %	33 %	29 %	46 %
Anbefaling	Kjøp	Kjøp	Kjøp	Kjøp	Kjøp

Estimatet fra DCF-analysen avviker fra aksjekursen per 31.12.2020 med 43 prosent. Dette indikerer at selskapets fundamentale verdi er underpriset av markedet og vi gir derfor en kjøpsanbefaling.

15. Referanseliste

15.1 Fra internett

- *Et år med korona—Hva har vi lært?* (2021, mars 20).

<https://kampanje.com/medier/2021/03/--et-ar-med-koronalaring/>

I SITUASJONEN I INDUSTRIEN. (2020).

<https://www.norskindustri.no/konjunkturrapporten/2020/1/>

Aksjebeholdning SPN. (2020). Folketrygdfondet.

Akvakultur—Fiskeoppdrett—Miljødirektoratet. (u.å.). Hentet 11. april 2021, fra

<https://www.miljodirektoratet.no/ansvarsomrader/vann-hav-og-kyst/Akvakultur-fiskeoppdrett/>

Akvakulturstatistikk: Matfiskproduksjon av laks, regnbueørret og ørret. (u.å.).

Fiskeridirektoratet. Hentet 16. april 2021, fra

<https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tall-og-analyse/Akvakulturstatistikk-tidsserier/Laks-regnbueoerret-og-oerret/Matfiskproduksjon>

Analyse, E. H., Sjeføkonom Strategi og. (2020, september 28). *Sentralbank og*

politikk i koronaens tid. <https://blogg.conecto.no/sentralbank-og-politikk-i-koronaens-tid>

Antallet arbeidssøkere økte gjennom november. (2020, november 27). nav.no.

<https://www.nav.no/no/nav-og-samfunn/statistikk/arbeidssokere-og-stillinger-statistikk/nyheter/antallet-arbeidssokere-okte-gjennom-november>

Aswath Damodaran. (2012a). *An Introduction to Valuation.*

<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/eqnotes/ValIntro.pdf>

Berge, A. (2013, mars 11). Mest laks for pengene. *iLaks.* [https://ilaks.no/mest-](https://ilaks.no/mest-laks-for-pengene/)

[laks-for-pengene/](https://ilaks.no/mest-laks-for-pengene/)

- Berge, A. (2016, juni 2). Lerøy kjøper opp Havfisk og Norway Seafoods for 3,2 milliarder. *iLaks*. <https://ilaks.no/leroy-kjoper-opp-havfisk-og-norway-seafoods-for-32-milliarder/>
- Berge, A. (2018, januar 2). Tungt fall for Norges markedsandel i laks. *iLaks*. <https://ilaks.no/tungt-fall-for-norges-markedsandel-i-laks/>
- Berge, A. (2019, desember 27). Russland stopper import av norsk laks og ørret via Hviterussland. *iLaks*. <https://ilaks.no/russland-stopper-import-av-norsk-laks-og-orret-via-hviterussland/>
- Boligprisstatistikk—Eiendom Norge*. (2021). <https://eiendommnorge.no/boligprisstatistikk/>
- Bråstopp for norsk økonomi*. (2020, april 24). ssb.no. <https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/brastopp-for-norsk-okonomi>
- Damoderan. (2020). *Betas*. http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html
- Deloitte. (2019). *Property indeks*. Deloitte. <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/de/Documents/real-estate/property-index-2019-2.pdf>
- Fa Børs | LSG.OSE*. (2021). <https://bors.finansavisen.no/NO/instrument/LSG.OSE>
- Forskjellen mellom pris, pris og verdi*. (2019). <https://no.gadget-info.com/difference-between-price>
- God start på lakseeksporten til Kina i 2021*. (2021, februar 17). <https://seafood.no/aktuelt/nyheter/god-start-pa-lakseeksporten-til-kina-i-2021/>

Hasås, T. (2021, januar 11). *Nye tall: Slik var lønnsutviklinga i 2020.*

<https://frifagbevegelse.no/nyheter/nye-tall-slik-var-lonnsutviklinga-i-2020-6.158.758817.ce81c44707>

Hilmarsen, Ø. (2019). *TEKSET 2019 – MÅ ALL VEKST I NORSK*

OPPDRETTSNÆRING TAS PÅ LAND? 19.

Konsumdrevet vekstoppgang i 2021. (2021, januar 26). Magasinet |

Handelsbanken. <https://magasinet.handelsbanken.no/makro-og-marked/konsumdrevet-vekstoppgang-i-2021-raskere-renteokninger-fra-norges-bank/>

Koronaen fører til økt sparing. (2020, november 26).

<https://www.sparebank1.no/nb/ostlandet/om-oss/nyheter/koronaen-forer-til-okt-sparing.html>

Koronaviruset og makroøkonomiske tiltak | Bankplassen. (2020, november 6).

<https://bankplassen.norges-bank.no/2020/06/11/koronaviruset-og-makrookonomiske-tiltak/>

Lerøy. (2018). *Lerøy—Styrets beretning.* Lerøy.

<https://www.leroyseafood.com/no/investor/rapporter-og-webcast/arsrapport-2018/arsrapport-2018/styrets-beretning/>

Lerøy—Bærekraftvinneren. (2018).

<https://www.leroyseafood.com/no/investor/rapporter-og-webcast/arsrapport-2018/arsrapport-2018/barekraft-i-vekst/barekraftvinneren/>

Lerøy—Om konsernet. (2017).

<https://www.leroyseafood.com/no/investor/rapporter-og-webcast/aarsrapport-2017/hav-og-fjord/om-konsernet/>

Lerøy—Styrets beretning. (2019).

<https://www.leroyseafood.com/no/investor/rapporter-og-webcast/arsrapport-2019/finansiell-informasjon/styrets-beretning/>

Lerøy—Verdens mest moderne verdikjede. (2018). Lerøy.

<https://www.leroyseafood.com/no/investor/rapporter-og-webcast/arsrapport-2018/arsrapport-2018/barekraft-i-vekst/verdens-mest-moderne-verdikjede/>

Lerøy—Året som gikk. (2019). Lerøy.

<https://www.leroyseafood.com/no/investor/rapporter-og-webcast/arsrapport-2019/aret-som-gikk/>

Likviditet—Hva er likviditet? (u.å.). Hentet 8. mars 2021, fra

<https://www.visma.no/eaccounting/regnskapsordbok/l/likviditet/>

Limitations of Ratio Analysis—Ratios are Popular, Learn About the Problems.

(u.å.). Corporate Finance Institute. Hentet 14. mars 2021, fra

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/limitations-ratio-analysis/>

Lønnsveksten bremsset opp gjennom 2020. (2021, februar 8). ssb.no.

<https://www.ssb.no/arbeid-og-lonn/artikler-og-publikasjoner/lonnsveksten-bremset-opp-gjennom-2020>

Markedsmuligheter-havbruk-chile-2018.pdf. (u.å.). Hentet 26. mars 2021, fra

<https://www.innovasjon norge.no/globalassets/0-innovasjon norge.no/verktoy-og-temasider/verktoy-for-eksport-og-internasjonalsatsning/regionkart/amerika/chile/markedsmuligheter-havbruk-chile-2018.pdf>

- Markedsrapport desember 2020.* (2021, januar 8). Fondsfinans Kapitalforvaltning. <https://www.fondsfinans.no/markedsrapport-desember-2020/>
- Misund, B. (2021). Fiskeoppdrett. I *Store norske leksikon*.
<http://snl.no/fiskeoppdrett>
- NHO.no. (2019). *Biobaserte-verdikjeder*.
<https://www.nho.no/contentassets/27e903f6b404474d96c5a66bfl1bafb1/biobaserte-verdikjeder.-versjon-04.11.2019.-endelig-002.pdf>
- Norsk økonomi.* (2020). ssb.no. <https://www.ssb.no/nasjonaltregnskap-og-konjunkturer/faktaside/norsk-okonomi>
- Nøkkeltall.* (2020). <https://nokkeltall.seafood.no/>
- OECD venter comeback for verdensøkonomien i slutten av 2021.* (2020, desember 1). <https://e24.no/i/R95Pna>
- Osmundsen, D. (2005). Identifikasjon og kvantifisering av sammensatt risiko ved hjelp av Monte Carlo simulering. *Praktisk økonomi & finans*, 21(03), 43–52. <https://doi.org/10.18261/ISSN1504-2871-2005-03-06>
- Pwc. (2020). *Risikopremien i det norske markedet*. Pwc.
<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2020.pdf>
- Realopsjoner—Verdien av fleksibilitet—Magma.* (2000, mai).
<https://www.magma.no/realopsjoner-verdien-av-fleksibilitet>
- Rom for lønnsvekst i 2021.* (2021). NITO.
<https://www.nito.no/aktuelt/2021/2/rom-for-lonnsvekst-i-2021/>
- Røyeforum, N. (u.å.). RAS. *Norsk Røyeforum*. Hentet 16. april 2021, fra <https://royeforum.no/oppdrett/ras/>

- Skarbøvig, E. (u.å.). *Hva er arbeidskapital, og hvorfor er det viktig?* Hentet 18. april 2021, fra <https://blogg.paretobank.no/hva-er-arbeidskapital-og-hvorfor-er-det-viktig>
- SSB. (2021, februar 23). *Utviklingen i internasjonal økonomi*. <https://www.forskningsradet.no/indikatorrapporten/indikatorrapporten-dokument/hovedtrender-og-tverrgaende-tema/utviklingen-i-internasjonalt-okonomi/>
- SSB.no. (u.å.). PX-Web SSB. Hentet 14. mars 2021, fra <http://www.ssb.no/statbankstatbank/table/07371/>
- SSB.no. (2020). *Konjunkturtendensene*. SSB.no. https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/_attachment/431293?_ts=17477eaaaf0
- SSB.no. (2021, mars 10). *Konsumprisindeksen*. ssb.no. <https://www.ssb.no/priser-og-prisindekser/statistikker/kpi/maaned/2021-03-10>
- Stabil sjømateksport i 2020 til tross for koronapandemien—Fisk.no*. (2021, januar 6). <https://fisk.no/fiskeri/7301-stabil-sjomateksport-i-2020-til-tross-for-koronapandemien>
- Statsobligasjoner daglige noteringer*. (2021). <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Daglige-noteringer/>
- Styringsrenten*. (u.å.). Hentet 6. april 2021, fra <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/>
- Syv uker ut i brexit: Slik går det med norske varer inn til Storbritannia*. – E24. (2021, februar 25). <https://e24.no/naeringsliv/i/gWzzdA/syv-uker-ut-i-brexit-slik-gaar-det-med-norske-varer-inn-til-storbritannia>

Tildelingsprosessen. (2017, april 24). Fiskeridirektoratet.

<https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Tildelingsprosessen>

Verdensledende sjømatelskap. (2018). Lerøyseafood.

<https://www.leroyseafood.com/no/om-leroy/om-oss/>

Verdiskaping basert på produktive hav i 2050. (2012). SINTEF.

<https://www.sintef.no/siste-nytt/2012/verdiskaping-basert-pa-produktive-hav-i-2050/>

Welch, I. (2008). *The Consensus Estimate for the Equity Premium by*

Academic Financial Economists in December 2007 (SSRN Scholarly

Paper ID 1084918). Social Science Research Network.

<https://doi.org/10.2139/ssrn.1084918>

Økonomiske utsikter 2021. (2021, januar 28). Fondsfinans Kapitalforvaltning.

<https://www.fondsfinans.no/okonomiske-utsikter-2021-rapport/>

Øystein Hage. (2019, juni 12). *Tekfisk.no*. Tekfisk | Nyheter Om Teknologi i

Fiskeri Og Havbruk. [https://www.tekfisk.no/havbruk/leroy-sjotroll-](https://www.tekfisk.no/havbruk/leroy-sjotroll-bruker-50-millioner-kroner-pa-a-elektrifisere-24-lokaliteter/2-1-619426)

[bruker-50-millioner-kroner-pa-a-elektrifisere-24-lokaliteter/2-1-619426](https://www.tekfisk.no/havbruk/leroy-sjotroll-bruker-50-millioner-kroner-pa-a-elektrifisere-24-lokaliteter/2-1-619426)

15.2 Fra bøker

- Aswath Damodaran. (2010). *The Dark Side of Valuation*. Pearson Education, Inc.
- Aswath Damodaran. (2012b). *Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. John Wiley & Sons, Incorporated.
- Christian Petersen, Thomas Plenborg, & Finn Kinserdal. (2017). *Financial statement analysis*. Vigmostad & Bjørke AS.
- Fred Selnes & Even J. Lanseng. (2018). *Markedsføringsledelse* (1. utg.). Gyldendal.
- Gripsrud, G., Olsson, U. H., & Silkoset, R. (2006). *Metode og dataanalyse* (2.). Høyskoleforlaget.
- Johannessen, A., Tufte, P. A., & Christoffersen, L. (2011). *Introduksjon til Samfunnsvitenskapelig Metode* (4. utg.). Abstrakt Forlag.
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2020). *Valuation* (7. utg.). Wiley.
- Nyeng, F. (2004). *Vitenskapsteori for Økonomer*. Abstrakt Forlag.
- Petersen, C. (2017). *Financial Statement Analysis*. Fagbokforlaget.
- Sucarrat, G. (2017). *Metode og Økonometri 2. Utgave*.
- Tim Koller, Marc Goedhart, & David Wessels. (2020). *Valuation: : Measuring and Managing The Value of Companies* (7th edition). John Wiley & Sons.
- Yngve Kaldestad & Bjarne Møller. (2016). *Verdivurdering: Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper* (2. utg.).
- Zvi Bodie, Alex Kane, & Alan J Marcus. (2011). *Investment and portfolio management* (9. utg.). New York, NY: McGraw-Hill/Irwin.
- Øystein D. Fjeldstad & Randi Lunnan. (2018). *Strategi* (utgave 2). Fagbokforlaget.

Øyvind Bøhren, Dag Michalsen, & Øyvind Norli. (2018). *Finans: Teori og Praksis*. Vigmostad & Bjørke AS.

15.3 Års- og kvartalsrapporter

Årsrapport. (2019). Lerøy Seafood Group.

<https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/arsrapporter/leroy-arsrapport-2019.pdf>

Årsrapport, 2020. (2021). Lerøy Seafood Group.

<https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/arsrapporter/arsrapport-2020.pdf>

Årsrapporter—Lerøy Seafood Group. (u.å.). Lerøyseafood. Hentet 16. april 2021, fra <https://www.leroyseafood.com/no/investor/rapporter-og-webcast/arsrapporter/>

Kvartalsrapport Q1. (2021). LSG.

<https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/english/reports/quarterly-reports/q1-2021-report.pdf?fbclid=IwAR1Qx1SL9W2frvQinl1Ja0nDFC9bofYYESiZ2m1kNX0hWfEav6POLEhAqIQ>

Kvartalsrapporter—Lerøy Seafood Group. (u.å.). Lerøyseafood. Hentet 16. april 2021, fra <https://www.leroyseafood.com/no/investor/rapporter-og-webcast/kvartalsrapporter/>

LSG. (2020). *Kvartalsrapport*. LSG.

<https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/kvartalsrapporter/q4-2020-rapport.pdf>

15.4 Formelliste

Formel 1: Enterprise Value (DCF), side 22

Formel 2: WACC, side 23

Formel 3: Egenkapitalkostnad, side 24

Formel 4: Regresjonsbeta, side 27

Formel 5: Blumes justeringsmodell, side 29

Formel 6: ROIC, side 33

Formel 7: ROE, side 35

Formel 8: Financial leverage, side 39